

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

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

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

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

PSI Software AG

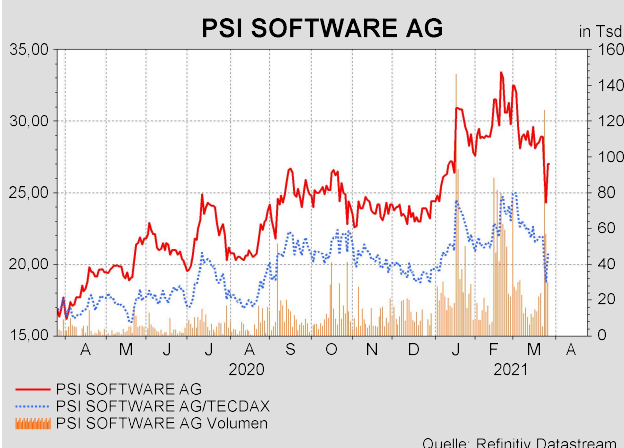
2021 Rückkehr auf den Wachstumspfad, Marge steigt, Kurs bereits deutlich erhöht

Halten (Halten)

Kursziel	28,00 € (23,40 €)
Kurspotenzial	3,7%
Kurs (26.03.2021)	27,00 €
ISIN	DE000A0Z1JH9
Marktkapitalisierung	423,8 Mio. €
Anzahl Aktien	15,7 Mio.
Marktsegment	Prime Standard
Homepage	www.psi.de

Kennzahlen und Prognosen

	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz (Mio. €)	217,8	230,0	252,2	264,8
EBITDA (Mio. €)	27,2	33,3	38,3	42,7
EBITDA-Marge	12,5%	14,5%	15,2%	16,1%
EBIT (Mio. €)	14,9	22,1	26,5	30,5
EBIT-Marge	6,9%	9,6%	10,5%	11,5%
Ergebnis je Aktie (€)	0,65	0,98	1,18	1,37
Dividende je Aktie (€)	0,30	0,35	0,40	0,45
Buchwert je Aktie (€)	6,39	7,07	7,90	8,88
EV/Umsatz	1,92	1,94	1,70	1,55
EV/EBITDA	15,4	13,4	11,2	9,6
EV/EBIT	28,0	20,2	16,2	13,5
KGv	37,3	27,6	22,8	19,7
Dividendenrendite	1,2%	1,3%	1,5%	1,7%
Kurs/Buchwert	3,80	3,82	3,42	3,04



Finanzkalender

- 28.04.2021: Bericht zum 1. Quartal 2021
- 19.05.2021: Hauptversammlung
- 28.07.2021: Bericht zum 1. Halbjahr 2021
- 29.10.2021: Bericht zum 3. Quartal
- 22.-24.11.2021: Deutsches Eigenkapitalforum

Mit einem EBIT von 14,9 Mio. € (-13,1%) und einem Umsatz von 217,8 Mio. € (-3,3%) hat PSI innerhalb des Rahmens (Umsatz -5%, EBIT -20%) performt, der im Frühjahr 2020 als Reaktion auf die Pandemie für das Jahr 2020 gesetzt worden war. Insbesondere im saisonal starken Q4 konnte PSI in dem Übergangsjahr 2020 wieder glänzen. Für 2021 stellt das Management ein EBIT > 20Mio. € bei einem Umsatz von mindestens 230 Mio. € unter der Prämisse in Aussicht, dass es zu keinen neuen externen Schocks kommt. Als Dividende für 2020 werden der HV 0,30 € je Aktie (Vj. 0,05 €) vorgeschlagen. Wir haben unser DCF-Modell an die für 2020 berichteten Zahlen und die Guidance 2021 angepasst und kommen nun auf ein Kursziel von 28 €. Da der PSI-Kurs kräftig gewonnen hat, läuft unser Kursziel auf eine Halten-Empfehlung hinaus.

Bei Stromnetzen, öffentlichem Personenverkehr, der Stahlindustrie (USA) und in Polen wuchs der Auftragseingang, während Gasnetze, Automotive und Südostasien unter Vorjahr lagen. Insgesamt verfehlte der Auftragseingang (AE) mit 229 Mio. € das Rekordniveau von 2019 um 7 Mio. €. Dagegen übertraf der Auftragsbestand (AB) mit 149 Mio. € den Vorjahreswert um 7 Mio. €. Die Book-to-Bill-Ratio deutet mit unverändert 1,05 auf Wachstum hin. PSI bilanziert konservativ und berücksichtigt von den Wartungsaufträgen nur den Teil, der auf Sicht von 12 Monaten im Umsatz realisiert wird. Bestehende Aufträge > 300 Mio. € sind im AE und AB nicht erfasst.

PSI hat den Abschluss 2020 genutzt, um erkennbare Risiken z.B. in Südostasien und Mexiko auszuweichen und Reserven zu bilden: Die Risikovorsorge belief sich auf ~6 Mio. €. Für 2021 zeichnen sich keine entsprechenden Maßnahmen ab, was das EBIT bereits erheblich entlastet und die avisierten > 20 Mio. € für 2021 als sehr konservativ erscheinen lassen.

Im Segment Produktionsmanagement erreichte das EBIT trotz eines Umsatzrückgangs um 10,6% auf 97,8 Mio. € mit 11,8 Mio. € das Vorjahresniveau. Hier ist der Anteil von partnerfähigen Plattformprodukten bereits hoch. PSI schätzt, dass mittlerweile ~300 Mitarbeiter von Partnern die Anpassungen der Software an die jeweiligen Kundenwünsche vornehmen. Hinzu kommen die Anpassungen, die die Kunden selbst durchführen. Dies geht mit einer Margenausweitung einher, da PSI auf Umsätze mit unterdurchschnittlichen Margen verzichtet. Diese strukturellen Veränderungen werden ausgeweitet.

Profitable Wartung- und Upgrade-Umsätze wachsen

2020 lag der Konzernumsatz um 3,3% unter Vorjahr. Dies ist auf das Produktionssegment zurückzuführen, das einen Umsatzrückgang um 10,6% auf 97,8 Mio. € hinnehmen musste. Dagegen legte der Umsatz im defizitären Festpreisgeschäft um 2,5% auf 80,7 Mio. € zu. Dadurch stieg dessen Umsatzanteil auf 37,1% (Vj. 34,9%). Festpreisgeschäfte werden vor allem im projektlastigen Energiesegment getätigt. Auf Sicht von drei Jahren soll der Umsatzanteil des Festpreisgeschäfts auf unter 30% fallen. Das soll durch Wachstum außerhalb des Festpreisgeschäfts erreicht werden. Wartung und Upgrade legten um 5,0% auf 79,3 Mio. € zu. Durch weniger Neukundengeschäft (Pandemie) gingen die Lizenzumsätze um 36,0% auf 11,9 Mio. € zurück. Dabei handelt es sich nur um Erstlizenzen, Folge-lizenzen werden unter Wartung und Upgrade verbucht. Rückgänge fielen außerdem bei durchgehandelter Hard- und Software (Partnerprodukte) und nach Aufwand abgerechneten Projekten an. Insgesamt entfielen 54% (Vj. 56%) des Konzernumsatzes auf höhermarginige (>10%) und 46% (Vj. 44%) auf defizitäre bzw. niedrigmarginige Umsätze.

In den **Segmenten** war die Entwicklung uneinheitlich. Der Umsatz im Energiemanagement legte um 3,7% auf 120,0 Mio. € zu. Dagegen gab das EBIT um 1,2 Mio. € auf 6,0 Mio. € nach. Eine erhöhte Risikovorsorge und Auftragsverschiebungen in Russland belasteten. Die schwache Automotive-Nachfrage drückte den Umsatz im Produktionsmanagement um 10,6% auf 97,8 Mio. €. Hier zieht die Nachfrage seit Q4 wieder an. Das EBIT blieb trotz erhöhter Risikovorsorge stabil bei 11,8 Mio. €. Dies ist auf den erhöhten Absatz von höhermarginigen PSI-Plattformprodukten zurückzuführen.

PSI wird an dem Ausbau von **Wasserstoffpipelines** partizipieren. Von der EU-Kommission wird dafür ein europaweites Projekt aufgesetzt. Unabhängig davon werden in Deutschland bereits die Rahmenbedingungen für ein Wasserstoffnetz erarbeitet. 2020 erhielt PSI einen Auftrag von Air Liquide für ein Pipeline-Leitsystem für Sauerstoff, Stickstoff und Wasserstoff und Thyssengas bestellte ein Managementsystem für die Wasserstoffeinspeisung in das Gasnetz.

PSI arbeitet daran für das Segment Energiemanagement die **Plattformprodukte** auszubauen. Das gilt beispielsweise für die Energieleitwarten, die noch nicht partnerfähig sind. In Polen läuft derzeit ein Pilotprojekt für einen landesweiten Gasnetzbetreiber. Dabei handelt es sich um eine Steuerungssoftware, die auf der Plattform bislang problemlos in Realtime läuft. Die Testphase läuft noch bis Q3'2021. Nach erfolgreichem Abschluss wird das Produkt auf andere Märkte ausgerollt.

2021 erwartet PSI sehr gute Geschäfte mit **Netzbetreibern** (DSO Redispatch*). Außerdem dürfe sich die Metallindustrie in USA, Russland und China stark entwickeln. Weitere Treiber sind die Elektrifizierung des Nahverkehrs (E-Busse) sowie die Logistik. Impulse dürfte auch von dem Wachstum der Fertigungsindustrien ausgehen. Dagegen sind Russland, die Golfstaaten und Malaysia vom niedrigen Ölpreis belastet.

* **DSO** = Distribution System Operator= Verteilnetzbetreiber; **Redispatch** kurzfristige Änderung des Kraftwerkseinsatzes inkl. Erneuerbarer Energien zur Vermeidung von Netzengpässen

Produktmix verbessert Cashflow

Der **Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit** verdoppelte sich 2020 nahezu auf 24,8 Mio. € (Vj. 12,5 Mio. €). Treiber waren im Wesentlichen positive Effekte aus einem deutlich verringertem Working Capital (WC). Dabei spielten der Absatzmix zugunsten von Unternehmen aus Ländern, die schneller zahlen, eine Rolle, aber auch der geringere Konzernumsatz. Das WC belief sich 2020 auf 21% vom Umsatz. Wir sehen das WC in einer Bandbreite von 18-22% zum Umsatz.

Für die **Investitionstätigkeit** in IT-Ausrüstung und die Übernahme der NEPLAN (Schweiz) flossen 13,8 Mio. € (Vj. 11,2 Mio. €) ab. Die NEPLAN (Umsatz 3,6 Mio. CHF, profitabel, 16 hochqualifizierte Mitarbeiter) hat eine Planungssoftware für den Netzausausbau (Verteil-, Übertragungsnetzbetreiber) entwickelt. Diese Software ist insbesondere auch mit Blick auf die Integration der Erneuerbaren Energien interessant. NEPLAN verfügt über 500 Kunden in 110 Ländern. Diese Kundenbasis kann PSI zusätzlich für ihre Produkte aus dem Produktions- und Energiemanagement ansprechen. ABB Deutschland ist der Partner von NEPLAN für Integration und Consulting und bringt NEPLAN einen jährlichen Umsatz von ~1 Mio. €. Das könnte auch für PSI ein interessanter Partner sein.

Infolge der geringeren Dividendenzahlung verbesserte sich der Cashflow aus **Finanzierungstätigkeit** auf -7,9 Mio. € (Vj. -10,2 Mio. €). Die liquiden Mittel erhöhten sich auf 40,5 Mio. € (Vj. 38,7 Mio. €). Das unterstreicht die bilanzielle Solidität der Gesellschaft auch gegenüber Kunden und eröffnet Spielräume, um Chancen am M&A-Markt wahrzunehmen.

Die Aufwendungen für **Forschung, Produkte und Plattform** (F&E) beliefen sich 2020 auf 27,8 Mio. € (Vj. 24,0 Mio. €) und damit 12,7% (10,7%) vom Umsatz. Zu den Kernthemen zählen: Industrie 4.0, Künstliche Intelligenz sowie Energie-, Verkehrs- und Wärmewende.

Ziel: Projekte auf Basis einer Application-Plattform-as-a-Service (aPaaS)

Aktuell lässt sich das **Geschäftsmodell** von PSI als Produkt basiertes Projektmanagement (und Upgrades) beschreiben, bei dem der Festpreisanteil bis zu 50% betragen kann. Zukünftig laufen die Projekte als aPaaS (und Upgrades), bei denen der Anteil von Software und Folgegeschäft gegen 100% tendiert und der Festpreisanteil gegen Null. aPaaS bietet Kunden und Partnern einen hohen Nutzen. Der Kauf von Software erfolgt direkt aus dem App Store, der sich produktseitig im Aufbau befindet, in eine beliebige Cloud (Multicloud), Schulungen sind integriert. Mit Business-Process-Design, Click-Design, Properties und dynamischem Datenmanagement ist die Konfiguration der Software zur Laufzeit einfach und konsistent.

Bewertung

Für 2021 erwartet PSI einen Anstieg des Auftragseingangs und Umsatzes von etwa 5%. Das EBIT soll bei über 20 Mio. € liegen. Wir rechnen mit einem Umsatz von 230 Mio. € und einem EBIT von 22 Mio. €. Allein durch den Wegfall der Sondereffekte im Gj. 2020 dürfte das EBIT auf über 20 Mio. € steigen. 2022 gehen wir von einem Umsatzzanstieg von rund 10% auf 252 Mio. € aus. In den Folgejahren reduzieren wir das Umsatzwachstum stufenweise bis auf 2%. Bei der EBIT-Marge erwarten wir einen jährlichen Anstieg um einen Prozentpunkt. Ausgangspunkt bildet die erwartete EBIT-Marge von 9,6% im Jahr 2021.

In der Detailplanungsphase setzen wir einen WACC von 5,3% an. Dieser ergibt sich aus einem Beta von 0,75, einem risikofreien Zinssatz von 1,0% und einer Marktrisikoprämie von 5,75%. Im TV rechnen wir aufgrund des höheren Betas von 0,90 mit einem WACC von 6,2%.

Auf Basis unseres DCF-Modells ermitteln wir einen fairen Wert der PSI-Aktie von 27,82 € nach 23,40 €. Wir empfehlen, die PSI-Aktie mit Kursziel 28,00 € zu halten.

Im Vergleich zum Median der **Peers** sind die EV/EBITDA- und EV/EBIT-Multiples von PSI u. E. unauffällig. Das gilt auch für den Parameter Kurs/Buchwert. Dagegen liegt die Profitabilität von PSI gemessen an der EBIT-Marge weiterhin deutlich unter dem Median der Peers. Dies wird auch vom EV/Sales reflektiert. Wir interpretieren den Peergroup-Vergleich so, dass weitere Kursavancen von PSI entscheidend von der Verbesserung der EBIT-Marge abhängen. Mit abnehmender Bedeutung des Festpreisgeschäfts sollte sich die Profitabilität von PSI der Profitabilität der Peers angleichen. Das sollte in der Grundtendenz mit einer Outperformance von PSI ggü. den Peers einhergehen. PSI strebt eine jährliche Margenausweitung um etwa einen Prozentpunkt an. Entsprechend zieht sich die Anpassung aus heutiger Sicht über mehr als 5 Jahre hin. Die Bedeutung dieses Faktors auf die Kursentwicklung der PSI-Aktie in den kommenden Monaten ist von daher zu relativieren.

PSI: Peergroup-Vergleich

Ticker	Kurs 26.03.2021	Währung	KGW 2020	KGW 2021e	KGW 2022e	EV/EBITDA 2021e	EV/EBITDA 2022e	EV/EBIT 2021e	EV/EBIT 2022e	Ebit- Marge 2021e	Ebit- Marge 2022e	Kurs/ Buchwert 2021e	Kurs/ Buchwert 2022e	EV/Sales 2021e	EV/Sales 2022e	Dividenden rendite 2021e
CENIT AG	13,35	EUR	95,1	34,2	20,4	8,5	6,5	20,3	12,1	3,1%	4,9%	2,3	2,4	0,6	0,6	1,5%
RIB Software SE	27,50	EUR	51,6	35,3	26,7	12,9	10,5	19,8	15,3	18,7%	19,8%	2,6	2,5	3,7	3,0	0,7%
GK Software SE	111,00	EUR	39,9	28,7	21,7	10,1	8,2	15,9	12,1	11,2%	12,3%	4,1	3,4	1,8	1,5	0,0%
AVEVA Group PLC	39,80	EUR	81,0	41,0	39,7	43,0	38,7	47,6	36,9	26,6%	30,0%	3,3	3,4	12,7	11,1	1,1%
Nemetschek SE	55,10	EUR	72,0	58,0	50,5	33,9	29,8	45,0	38,0	21,6%	22,9%	13,0	11,3	9,7	8,7	0,6%
init innovation in traffic systems SE	33,40	EUR	22,2	23,9	17,3	12,4	9,3	17,1	12,0	10,6%	12,4%	3,4	3,1	1,8	1,5	1,6%
Durchschnitt (ungewichtet)			60,3	36,8	29,4	20,1	17,2	27,6	21,1	15,3%	17,1%	4,8	4,4	5,1	4,4	0,9%
MEDIAN			61,8	34,7	24,2	12,6	9,9	20,1	13,7	14,9%	16,1%	3,4	3,2	2,8	2,3	0,9%
PSI Software AG*	27,00	EUR	37,2	29,3	23,7	12,6	11,3	20,7	16,7	8,1%	9,4%	3,7	3,3	1,7	1,6	1,2%
Abweichung vom Median			-39,8%	-15,7%	-2,1%	0,2%	14,2%	3,0%	21,6%	-46,1%	-41,8%	8,6%	1,5%	-39,6%	-30,9%	39,9%

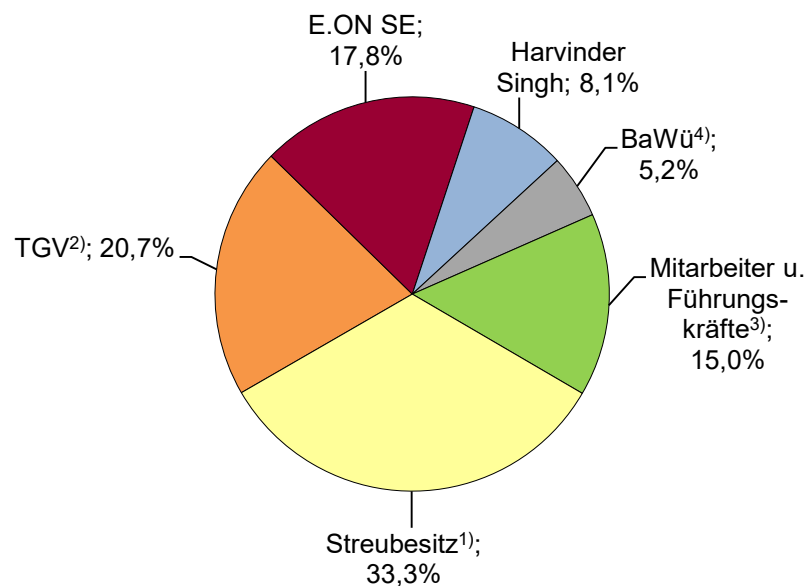
* PSI Software AG Zahlen sind Konsens-Schätzungen

Quelle: Solventis Research, PSI AG

Keine wesentlichen Veränderungen in der Aktionärsstruktur

Seit unserem letzten Update gab es keine wesentlichen bzw. meldepflichtigen Veränderungen in der Aktionärsstruktur von PSI. Laut dem E.ON GB 2020 hält E.ON unverändert 17,8% an PSI. Ob E.ON irgendwann einen Verkaufsprozess für das PSI-Aktienpaket anstoßen wird, ist offen. Nach Angaben von PSI entfallen etwa 15 Prozentpunkte des Streubesitzes (33,3%) auf institutionelle Investoren, die weniger als 3% der Stimmrechte halten. Der Freefloat gemäß der Definition der Deutschen Börse liegt bei rund 54%.

PSI: Aktionärsstruktur



1) Freefloat nach Deutscher Börse sind ~54%

2) TGV: Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

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

4) BaWü: Baden-Württembergische Versorgungsanstalt für Ärzte, Zahnärzte und Tierärzte

Quelle: Solventis Research, PSI AG

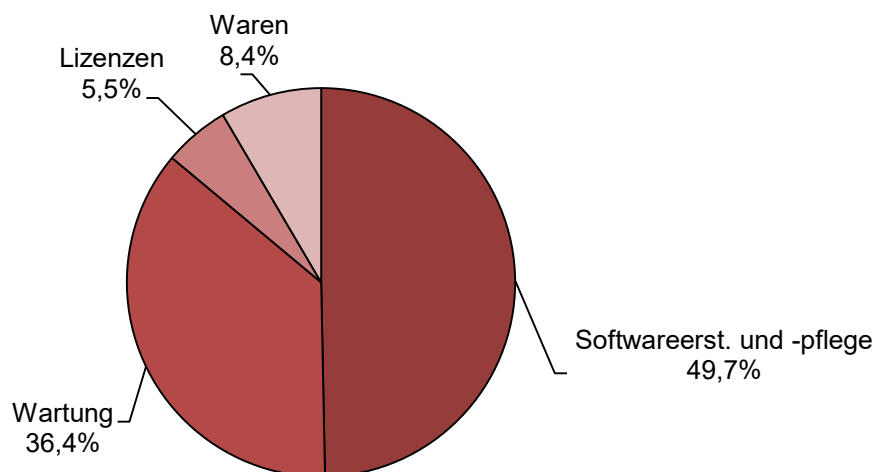
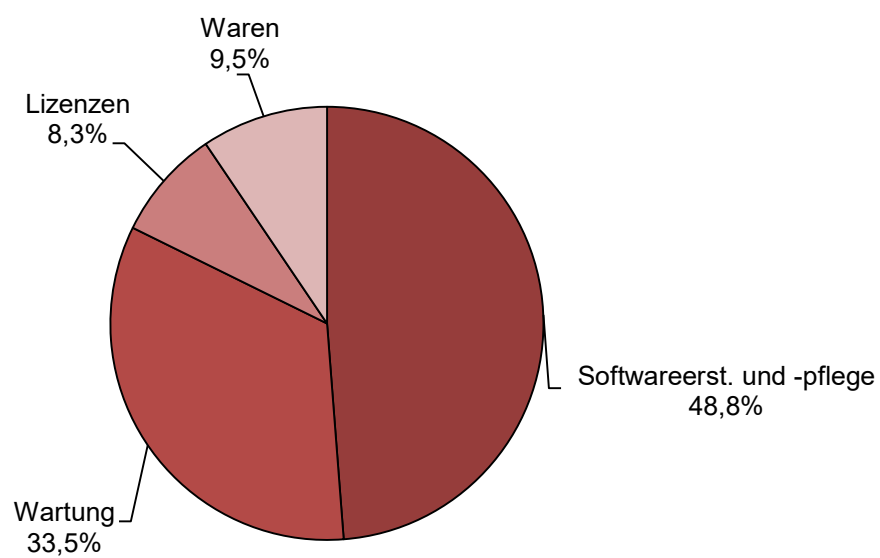
Kommender Newsflow

- 28.04.2021: Bericht zum 1. Quartal 2021
- 19.05.2021: Hauptversammlung
- 28.07.2021: Bericht zum 1. Halbjahr 2021
- 29.10.2021: Bericht zum 3. Quartal 2021
- 22.-24.11.2021: Deutsches Eigenkapitalforum

PSI: Segmente

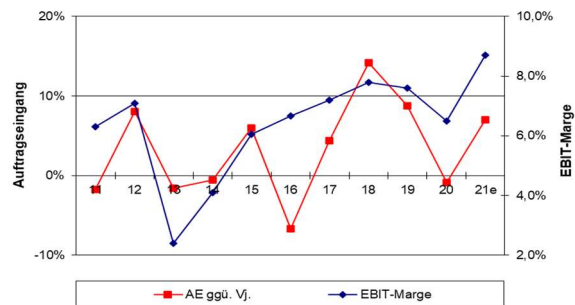
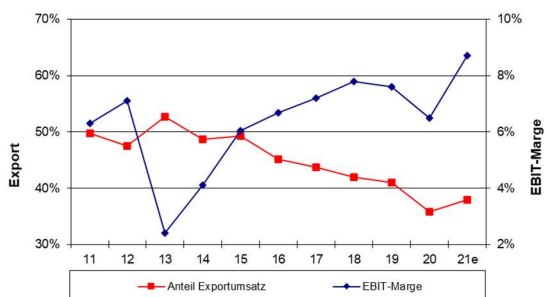
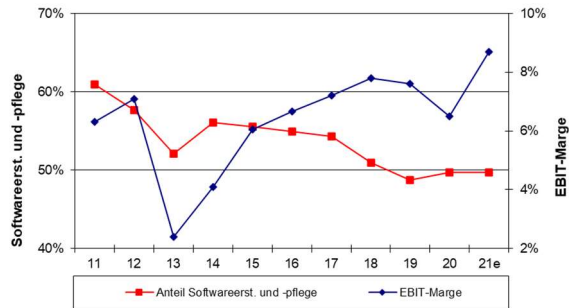
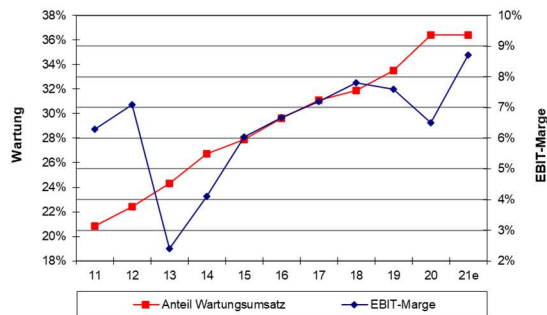
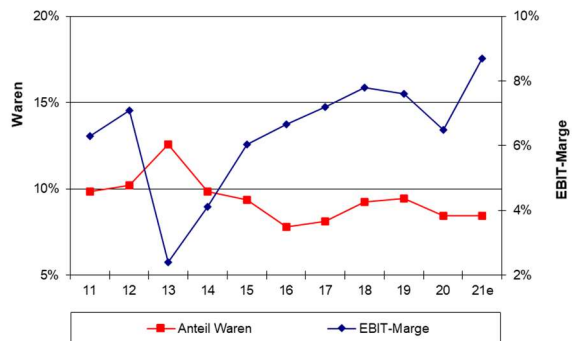
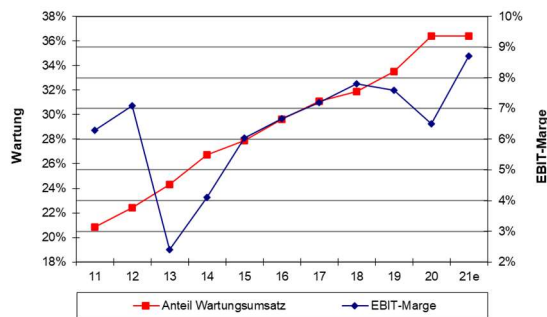
<i>in Mio. €</i>	Energie- management			Produktions- management			Überleitung		PSI- Konzern		
	2020	2019	ggü. Vorjahr	2020	2019	ggü. Vorjahr	2020	2019	2020	2019	ggü. Vorjahr
Umsatzerlöse											
Umsätze mit Fremden	120,002	115,755	3,7%	97,793	109,425	-10,6%	0,000	0,000	217,795	225,180	-3,3%
Umsätze mit anderen Segmenten	3,138	3,227	-2,8%	13,376	9,774	36,9%	-16,514	-13,001	0,000	0,000	n.m.
Umsätze gesamt	123,140	118,982	3,5%	111,169	119,199	-6,7%	-16,514	-13,001	217,795	225,180	-3,3%
EBITDA	11,779	12,644	-6,8%	17,748	17,053	4,1%	-2,359	-1,660	27,168	28,037	-3,1%
Abschreibungen	-5,515	-5,152	-7,0%	-5,480	-4,808	-14,0%	-0,492	-0,097	-11,487	-10,057	-14,2%
EBITA	6,264	7,492	-16,4%	12,268	12,245	0,2%	-2,851	-1,757	15,681	17,980	-12,8%
Abschreibungen aus Kaufpreisallokation	-0,241	-0,293	17,7%	-0,492	-0,482	-2,1%	0,000	0,000	-0,733	-0,775	5,4%
EBIT	6,023	7,199	-16,3%	11,776	11,763	0,1%	-2,851	-1,757	14,948	17,205	-13,1%
Finanzergebnis	-0,824	-0,203	-305,9%	-0,447	-0,751	40,5%	-0,015	0,189	-1,286	-0,765	-68,1%
Ergebnis vor Steuern	5,199	6,996	-25,7%	11,329	11,012	2,9%	-2,866	-1,568	13,662	16,440	-16,9%
EBITDA-Marge	9,6%	10,6%		16,0%	14,3%				12,5%	12,5%	
EBITA-Marge	5,1%	6,3%		11,0%	10,3%				7,2%	8,0%	
EBIT-Marge	4,9%	6,1%		10,6%	9,9%				6,9%	7,6%	

Quelle: Solventis Research, PSI AG

PSI: Zusammensetzung Umsatz**GJ'2020****GJ'2019**

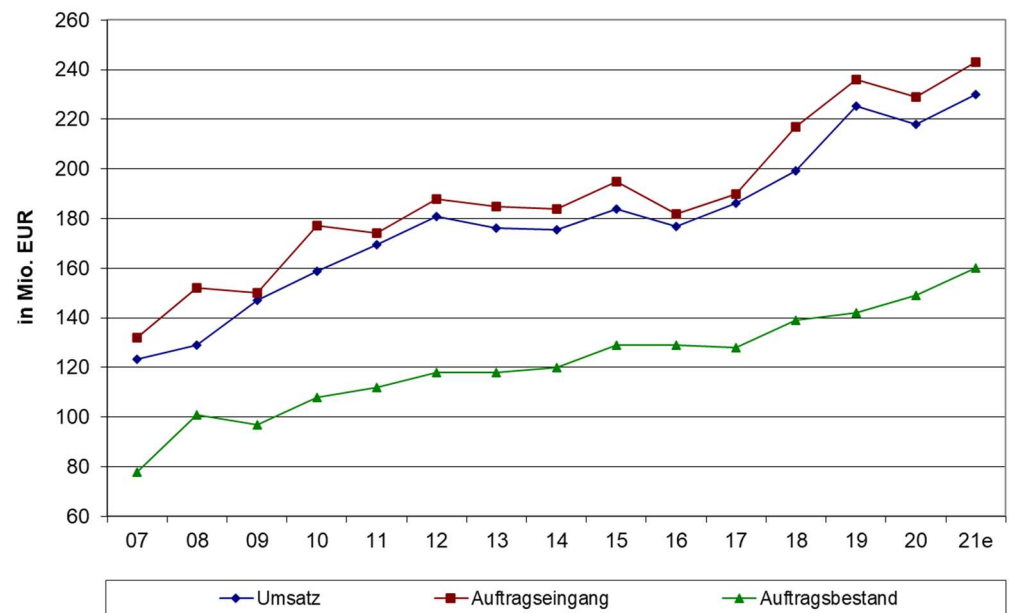
Quelle: Solventis Research, PSI AG

PSI: Indikatoren der EBIT-Marge



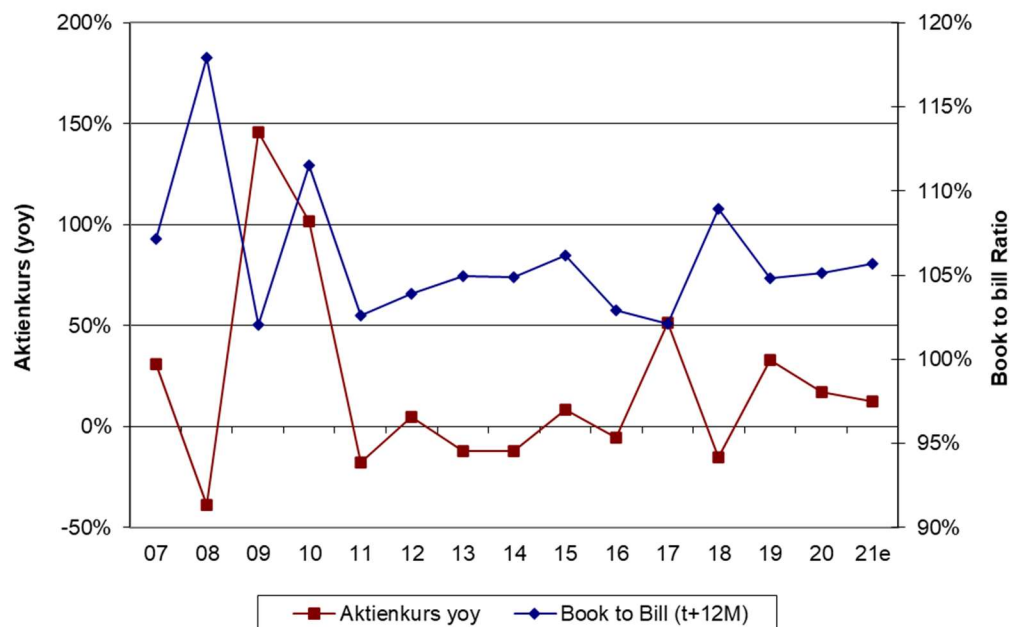
Quelle: Solventis Research, PSI AG

PSI: Umsatz, Auftragseingang und -bestand



Quelle: Solventis Research, PSI AG

PSI: Book to Bill-Ratio und Aktienkurs



Quelle: Solventis Research, PSI AG

PSI: GuV (in Tsd. €)

	2020	yoy	2021e	yoy	2022e	yoy	2023e	yoy
Umsatz	217.795	-3,3%	230.000	5,6%	252.200	9,7%	264.810	5,0%
sonstige betriebliche Erträge	6.749	2,2%	5.537	-18,0%	5.436	-1,8%	4.850	-10,8%
Materialaufwand	29.734	-7,8%	31.400	5,6%	34.431	9,7%	36.153	5,0%
Rohergebnis nach GKV	194.810	-2,4%	204.136	4,8%	223.205	9,3%	233.507	4,6%
Personalaufwand	141.377	2,6%	149.300	5,6%	163.710	9,7%	171.896	5,0%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	12.220	12,8%	11.210	-8,3%	11.857	5,8%	12.285	3,6%
sonstige betriebliche Aufwendungen	26.265	-22,0%	21.547	-18,0%	21.157	-1,8%	18.873	-10,8%
EBITDA	27.168	-3,1%	33.290	22,5%	38.338	15,2%	42.738	11,5%
EBITDA-Marge	12,47%	0,0 pp	14,47%	2,0 pp	15,20%	0,7 pp	16,14%	0,9 pp
EBIT	14.948	-13,1%	22.080	47,7%	26.481	19,9%	30.453	15,0%
EBIT-Marge	6,86%	-0,8 pp	9,60%	2,7 pp	10,50%	0,9 pp	11,50%	1,0 pp
Erträge aus Beteiligungen	0	-100,0%	142	n.m.	142	0,0%	142	0,0%
Zinserträge	0	-100,0%	284	n.m.	220	-22,4%	269	22,1%
Zinsaufwand	1.286	-21,2%	1.480	15,1%	1.406	-5,0%	1.336	-5,0%
Finanzergebnis	-1.286	68,1%	-1.054	18,0%	-1.044	1,0%	-924	11,4%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	13.662	-16,9%	21.026	53,9%	25.437	21,0%	29.529	16,1%
EBT-Marge	6,27%	-1,0 pp	9,14%	2,9 pp	10,09%	0,9 pp	11,15%	1,1 pp
Steuern	3.382	55,3%	5.677	67,9%	6.868	21,0%	7.973	16,1%
Steuerquote	24,75%	11,5 pp	27,00%	2,2 pp	27,00%	0,0 pp	27,00%	0,0 pp
Konzernjahresüberschuss	10.280	-27,9%	15.349	49,3%	18.569	21,0%	21.556	16,1%
Anzahl Aktien	15,70	0,0%	15,70	0,0%	15,70	0,0%	15,70	0,0%
Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)	0,65	-27,9%	0,98	49,3%	1,18	21,0%	1,37	16,1%

Quelle: Solventis Research, PSI AG

PSI: Bilanz (in Tsd. €)

	2020	yoy	2021e	yoy	2022e	yoy	2023e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand	40.482	4,7%	49.169	21,5%	60.173	22,4%	73.560	22,2%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	76.914	-2,9%	81.224	5,6%	89.064	9,7%	93.517	5,0%
Vorräte	8.661	-18,4%	9.146	5,6%	10.029	9,7%	10.531	5,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	8.567	9,0%	8.567	0,0%	8.567	0,0%	8.567	0,0%
Summe Umlaufvermögen	134.624	-1,2%	148.107	10,0%	167.833	13,3%	186.175	10,9%
Sachanlagen	38.928	5,1%	35.718	-8,2%	32.284	-9,6%	28.844	-10,7%
Immaterielle Vermögenswerte	9.395	-1,4%	9.395	0,0%	9.395	0,0%	9.395	0,0%
Firmenwerte	60.804	10,8%	60.804	0,0%	60.804	0,0%	60.804	0,0%
Finanzanlagen	440	0,0%	440	0,0%	440	0,0%	440	0,0%
Latente Steuern	15.208	43,1%	15.208	0,0%	15.208	0,0%	15.208	0,0%
Summe Anlagevermögen	124.775	10,9%	121.565	-2,6%	118.131	-2,8%	114.691	-2,9%
Bilanzsumme	259.399	4,2%	269.672	4,0%	285.964	6,0%	300.866	5,2%
Passiva								
Gezeichnetes Kapital	40.185	0,0%	40.185	0,0%	40.185	0,0%	40.185	0,0%
Kapitalrücklage	35.137	0,0%	35.137	0,0%	35.137	0,0%	35.137	0,0%
Gewinnrücklagen	-26.033	17,0%	-16.178	37,9%	-3.888	76,0%	10.604	372,8%
Kumuliertes übriges comprehensive income	51.034	23,1%	51.819	1,5%	52.604	1,5%	53.389	1,5%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	100.323	6,1%	110.963	10,6%	124.038	11,8%	139.315	12,3%
Langfristige Schulden								
Pensionsrückstellungen	56.416	3,1%	56.980	1,0%	57.550	1,0%	58.125	1,0%
Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen	19.132	-15,1%	13.832	-27,7%	8.532	-38,3%	3.132	-63,3%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	8.726	37,9%	9.215	5,6%	10.104	9,7%	10.610	5,0%
Summe langfristige Schulden	86.997	4,1%	82.903	-4,7%	79.340	-4,3%	75.178	-5,2%
Kurzfristige Schulden								
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	31.907	-8,0%	33.695	5,6%	36.947	9,7%	38.795	5,0%
Finanzverbindlichkeiten	65	-94,2%	65	0,0%	65	0,0%	0	-100,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	34.609	-0,9%	36.548	5,6%	40.076	9,7%	42.080	5,0%
Summe kurzfristige Schulden	72.079	1,9%	75.806	5,2%	82.587	8,9%	86.373	4,6%
Bilanzsumme	259.399	4,2%	269.672	4,0%	285.964	6,0%	300.866	5,2%

Quelle: Solventis Research, PSI AG

PSI: DCF-Modell (in Tsd. €)

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Terminal Value
Umsatz	217.795	230.000	252.200	264.810	272.754	278.209	
Veränderung in %	-3,3%	5,6%	9,7%	5,0%	3,0%	2,0%	
EBITDA	27.168	33.290	38.338	42.738	46.686	50.392	
EBITDA-Marge	12,5%	14,5%	15,2%	16,1%	17,1%	18,1%	
EBIT	14.948	22.080	26.481	30.453	34.094	37.558	
EBIT-Marge	6,9%	9,6%	10,5%	11,5%	12,5%	13,5%	
NOPLAT	11.248	16.118	19.331	22.231	24.889	27.418	28.859
Reinvestment Rate	3,9%	31,6%	38,0%	22,8%	16,0%	12,4%	10,8%
FCFF	10.812	11.021	11.994	17.164	20.913	24.015	550.621
WACC	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	6,18%
kumuliertes WACC		105,3%	110,9%	116,8%	123,0%	129,5%	137,53%
Barwerte der FCFF		10.465	10.815	14.696	17.002	18.539	400.355
Summe Barwerte FCFF	71.517						
Barwert Terminal Value	400.355						
in % des Unternehmenswertes	84,8%						
Wert des Unternehmens	471.873						
Netto-Finanzschulden	35.131						
Wert Verlustvortrag	0,0						
Minderheiten	0,0						
Beteiligungen	0,0						
Wert des Eigenkapitals	436.742						
Wert pro Aktie	27,82						

Quelle: Solventis Research, PSI AG

Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach Art. 20 Verordnung EU Nr. 596/2014 und Delegierte Verordnung EU 2016/958 einschließlich möglicher Interessenkonflikte (Disclosures)

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 Einschätzungen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Analyse dar. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Analyse können wir nicht übernehmen. Die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar, Aktien des Emittenten zu erwerben. Diese Analyse 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. Eine Analyse-Publikation kann und soll ein für eine Investition erforderliches Wertpapierprospekt und/oder eine fachkundige Anlageberatung keinesfalls ersetzen. Sie kann daher nicht alleinige Grundlage für die Entscheidung über eine Investition sein.

Urheberrecht an der Analyse wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

2. Pflichtangaben

a) Abschluss der Erstellung: **29.03.2021, 15:30 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **29.03.2021 15:45 Uhr**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: quartalsweise.

c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 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 ohne Empfehlung zugänglich gemacht worden und ist danach ohne Empfehlungsänderung inhaltlich nicht wesentlich geändert worden.

f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen zu dem hierfür angegebenen Datum und Zeit, soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

g) Die Analyse wird allen daran interessierten Personen zeitgleich bereitgestellt.

3. Disclosures

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie des Emittenten in den vergangenen 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Ersteller	Einschätzung	Kursziel	Marktpreis zum Veröffentlichungsdatum	Dauer der Gültigkeit
02.04.20	Schlote, Watz	Kaufen	21,80 €	16,60 €	12 Monate
22.04.20	Schlote, Watz	Kaufen	21,80 €	19,80 €	12 Monate
05.05.20	Schlote, Watz	Kaufen	21,80 €	19,40 €	12 Monate
04.08.20	Schlote, Watz	Kaufen	23,30 €	20,80 €	12 Monate
04.11.20	Schlote, Watz	Halten	23,40 €	22,60 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.01.20 - 31.12.20)		in %	Auftrags- research	in %
Kaufen	43	86,0%	32	64,0%
Halten	6	12,0%	6	12,0%
Verkaufen	1	2,0%	1	2,0%
Insgesamt	50	100,0%	39	78,0%

Weder die Solventis Beteiligungen GmbH, noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person (noch deren mit ihr eng verbundenen Personen), noch eine zu der Analyse vor Weitergabe Zugang habende oder haben könnende (sofern bei/von genanntem Unternehmen beschäftigte/beauftragte) Person

1. ist in Besitz einer Nettoverkaufs- oder Nettokaufposition von über 0,5% des Finanzinstruments.
2. sind am gezeichneten Kapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
3. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Emittenten federführend oder mitführend.
4. waren Marketmaker oder Liquiditätsspender in den Finanzinstrumenten des Emittenten.
5. haben mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen gemäß Anhang I Abschnitt A und B der Richtlinie 2014/65/EU getroffen, die innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gültig war oder in diesem Zeitraum eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung gegeben war.

Die Solventis Beteiligungen GmbH

1. hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Analyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Analyse getroffen.

Sonstige Beziehungen und Umstände, bei denen damit gerechnet werden kann, dass sie die Objektivität der Analyse beeinträchtigen, sind für die Solventis Beteiligungen GmbH betreffend ihr und den oben genannten Personen nicht kenntlich.

4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis Beteiligungen GmbH, Am Rosengarten 4, 55131 Mainz

Sitz: Mainz; HRB 47135, Amtsgericht Mainz; Geschäftsführer: Joachim Schmitt, Klaus Schlote.

b) Ersteller

Klaus Schlote, CEFA-Analyst, Dennis Watz, Senior Analyst

5. Erläuterung der Einschätzung der Solventis Beteiligungen GmbH / der zugrunde gelegten Annahmen

- 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.

Unabhängig von der vorgenommenen Einschätzung bestehen nach der Empfindlichkeitsanalyse deutliche Risiken aufgrund einer Änderung der zugrunde gelegten Annahmen. 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 Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

6. Wesentliche Informationsquellen

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

7. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen und Methoden

Einzelemittenten: Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u. a. DCF-Methode, Excess-Return-Modell, Dividendendiskontierungsmodell 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. Für das Excess-Return-Modell und das Dividendendiskontierungsmodell werden Standardmodelle verwendet. In der Peergroup-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. Informationen zu den Modellen finden sich z.B. hier: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

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

8. 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 und Personen, die zur Analyse vor Weitergabe Zugang haben oder haben können, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften von § 85 WpHG iVm. Art. 37 Delegierte Verordnung EU 2017/565. Dies beinhaltet insbesondere Geschäftsverbote, Informationsschranken, Regeln für Zuwendungen Dritter und zur Vergütung der Mitarbeiter. Die Vergütung der an der Erstellung der Analyse beteiligten Mitarbeiter ist nicht an Geschäfte oder Dienstleistungen nach Anhang I Abschnitt A und B Richtlinie 2014/65/EU oder Handelsgebühren der Solventis Beteiligungen GmbH oder verbundener Unternehmen gebunden.

9. Adressaten

Analysen der Solventis Beteiligungen GmbH richten sich an Geeignete Gegenparteien sowie professionelle Kunden. Sie sind daher nicht geeignet, an Privatkunden weitergegeben zu werden, es sei denn, (i) eine Finanzanalyse wurde von der Solventis Beteiligungen GmbH ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (ii) ihre ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in einem Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Anlageempfehlungen verstehen und bewerten zu können. Analysen werden für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum und der Schweiz freigegeben.

Mit Annahme der Analyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.