

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

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

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

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

PSI Software AG

PSI erwartet stärkeres Umsatzwachstum in 2019

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	22,60 € (21,00 €)
Kurs (28.03.2019)	17,00 €
ISIN	DE000A0Z1JH9
Marktkapitalisierung (Mio. €)	266,9
Anzahl Aktien (Mio.)	15,7
Marktsegment:	Prime Standard
Homepage:	www.psi.de

Kerndaten und Prognosen

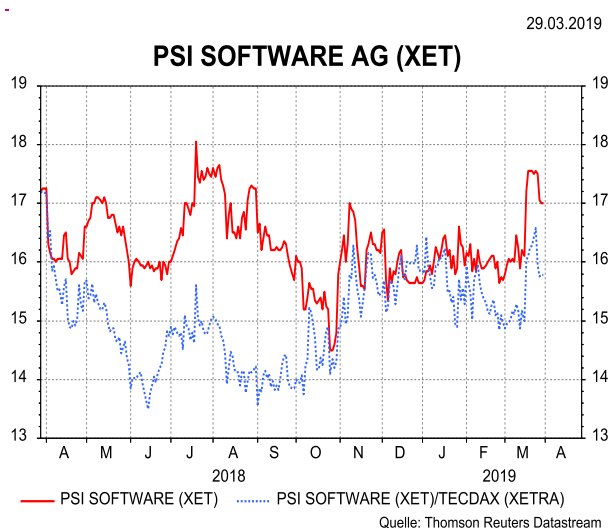
	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. €)	199,2	220	238	250
EBIT (Mio. €)	15,5	17,6	21,4	25,0
EBIT-Marge	7,8%	8,0%	9,0%	10,0%
EBITDA (Mio. €)	20,1	22,5	26,5	30,3
EBITDA-Marge	10,1%	10,2%	11,1%	12,1%
Ergebnis je Aktie (€)	0,67	0,81	0,99	1,15
Dividende je Aktie (€)	0,25	0,28	0,35	0,40
Buchwert je Aktie (€)	5,52	6,08	6,79	7,59
KGW	23,2	20,9	17,1	14,8
Kurs/Buchwert	2,84	2,80	2,50	2,24
EV/EBIT	16,5	15,2	12,1	9,9
EV/EBITDA	12,7	11,9	9,7	8,1
EV/Umsatz	1,28	1,22	1,09	0,99
Dividendenrendite	1,6%	1,7%	2,0%	2,4%

PSI erreichte 2018 die eigenen Ziele. Den Umsatz konnten die Berliner um 7,0% yoy auf 199,2 Mio. € steigern. Der Wachstumstreiber war dabei das Segment Energiemanagement, das 2018 um 8,9% wuchs. Im Segment Produktionsmanagement betrug das Wachstum 5,2%. Die EBIT-Marge konnte 2018 um 80 bps auf 7,8% gesteigert werden. Maßgeblich für die Verbesserung war der Anstieg der Marge beim Energiemanagement von 4,6% auf 6,6%. Im Produktionsmanagement gab es hingegen einen Rückgang der Marge von 9,8% auf 9,3%. Das EPS erhöhte sich um 0,07 € auf 0,68 € (+11,5%). Für 2018 wird PSI mit 0,25 € je Aktie (Vj. 0,23 €) erneut eine höhere Dividende ausschütten. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung für die PSI-Aktie.

Überzeugen konnte 2018 der Auftragseingang, der um 14,2% (yoy) auf 217 Mio. € zulegte. Ende 2018 hatte PSI einen Auftragsbestand von 139 Mio. € (+8,6% yoy). Die Book-to-bill-Ratio verbesserte sich auf 1,09 (Vj. 1,02), was die Wachstumserwartungen für 2019 untermauert.

Nach der Übernahme von Moveo im Q3'2018 hat PSI im Q4'2018 in einem Asset Deal den Bereich Netzleitsoftware PRINS der BTC AG erworben, der seit dem 01.01.2019 zum PSI Konzern gehört. Neben dem Produkt PRINS (SCADA, DMS, Querverbund), ist in dem Bereich zusätzlich das Produkt GRID Agent Teilnetz- und Windparkregler (Einspeisemanagement für EEG-Anlagen und Teilnetze) enthalten. Beide Produkte werden mit den PSI-Produkten PSIcontrol (Netzführung, EMS, ADMS) und PSlingo (Intelligent Grid Operator) zusammengeführt. PSI erwartet durch die Übernahme einen Umsatzbeitrag von bis zu 12 Mio. € und Lernkosten von 1 Mio. € (Q1-Q3'19). Der Bereich erzielt aktuell eine operative Marge von 5%.

PSI erwartet für 2019 eine Steigerung des Umsatzes um 10% auf 220 Mio. €. Bei einer konstanten EBIT-Marge erwartet das Unternehmen ein EBIT von mehr als 17 Mio. € (+10%). Die konstante Marge begründet PSI mit den Kosten die im Zusammenhang mit der Integration von dem übernommenen Bereich von BTC stehen. Eine deutliche Belebung des Geschäfts erwartet PSI im zweiten Halbjahr. Eine um die Akquisitionen erweiterte neue mittelfristige Guidance soll in den nächsten Monaten folgen.



Risikobehaftetes Festpreisgeschäft verschleiert Ertragspotential

Auf der Analysten- und BPK am 26.3 erläuterte CEO Dr. Schrimpf, dass auf das Festpreisgeschäft noch ein Umsatzteil von 38,6% (Vj. 42,4%) entfällt. In diesem risikobehaftetem Geschäft erzielt PSI eine Marge von minus 15%! Zur Gewinnung neuer Kunden und Märkte kann auf diese Art von Geschäft laut Dr. Schrimpf nicht verzichtet werden. Er geht jedoch davon aus, dass der Umsatz des Festpreisgeschäfts in den kommenden Jahren tendenziell zurückgefahren wird. Den Anteil am Konzernumsatz sieht er 2022 bei ~30%.

38,6% entsprechen einem Umsatz von 76,9 Mio. €. Um auf ein EBIT von 15,5 Mio. € im Konzern zu kommen, muss auf den restlichen Umsatz (122 Mio. €) eine EBIT-Marge von ~22% entfallen. Dies verdeutlicht das Ertragspotential von PSI. Gehen wir davon aus, dass mit dem Festpreisgeschäft auch 2022 noch ein Umsatz von 76,9 Mio. € erzielt wird, der Umsatzanteil aber auf 30% absinkt, so würde der Konzernumsatz 2022 bei 256 Mio. € liegen. Unterstellen wir weiter, dass der restliche Umsatz von 179 Mio. € eine EBIT-Marge von weiterhin 22% ausweist, so würde im Konzern 2022 ein EBIT von 28 Mio. € erzielt werden. Das entspricht einer EBIT-Marge von 11%.

PSI-Click-Design

Mit dem PSI-Click-Design verfügt PSI über eine Technologie mit Alleinstellungsmerkmal, die bei den Kunden sehr beliebt ist. Anfangs hatte PSI den User-Interface-Designer nur für den Eigengebrauch vorgesehen und er war Bestandteil der eigenen Software-Plattform die nach dem Lego-Prinzip aufgebaut wurde. Diese ermöglicht branchenspezifische Produkte schnell an Kundenwünsche anzupassen. Mittlerweile basieren zwei Drittel aller Produkte auf dieser Software-Plattform. Mit PSI-Click-Design arbeiten bereits 200 IT-Mitarbeiter bei Kunden und Partnern. Extern gibt es vermehrt Konzerne, die ihre eigenen Click-Design-Teams haben. Diese können Rollouts und Anpassungen über ihre Werke selbständig durchführen und bei Bedarf eigene Applikationen integrieren. Mit diesem Produkt will PSI das verlustbringende Festpreisgeschäft weiter reduzieren.

Segmentergebnis: Bessere Margen im Energiemanagement

2018 erzielte PSI im Segment **Energiemanagement** (Energienetze, Energiehandel, ÖPNV, Südasiengeschäft) einen Umsatz von 99,7 Mio. € (Vj. 91,6 Mio. €) oder ein Plus von 8,9% yoy. Die EBIT-Marge verbesserte sich von 4,6% auf 6,6% in 2018. Ausschlaggebend für die positive Entwicklung waren das deutliche Umsatz- und Ergebniswachstum im Bereich Elektrische Energie und die Rückkehr zu einem ausgeglichenen Betriebsergebnis im Südasiengeschäft. Im Bereich Gas und Öl verzeichnet PSI zwar ein Umsatzwachstum, jedoch gab es ein Rückgang des Ergebnisses. Erfreulich verlief 2018 für die Bereiche ÖPNV und Energiehandel. Im ÖPNV profitiert PSI von der Elektrifizierung (Verdopplung des Auftragseingangs) und im Energiehandel von mehreren Neukunden. Zur Stärkung des Bereichs ÖPNV wurde der Planungssoftware-Hersteller Moveo Software GmbH für 1,5 Mio. € gekauft. Anfang 2019 folgte die Erweiterung des Bereichs Elektrische Netze durch die Übernahme des Bereichs Netzleitsoftware PRINS von der BTC AG.

Das Segment **Produktionsmanagement** (Rohstoffe, Metallherzeugung, Industrie, Logistik) konnte den Umsatz 2018 um 5,2% auf 99,5 Mio. € steigern. Allerdings verschlechterte sich die EBIT-Marge von 9,8% auf 9,3% mit der Folge, dass sich das EBIT nur um 0,9% auf 1,0 Mio. € verbesserte. Grund für diese Entwicklung waren Auftragsverzögerungen im Bereich Metallindustrie in Europa. Diese entstanden durch die eingeführten Zölle auf Metallimporte in den USA. Von den Zöllen profitierte PSI in den USA mit einer Verdopplung von Auftragseingang und Umsatz. Zusätzlich belastete der Umzug des Logistikbereichs. Trotz dieser Umstände verzeichnete der Bereich erneut ein Wachstum beim Auftragseingang. Der Bereich Automotive & Industry konnte mit steigendem Auftragseingang, Umsatz und Ergebnis überzeugen. Besonders erfreulich war weiterhin die Entwicklung im hochrentablen Bereich Industrielle Künstliche Intelligenz.

Deutliche Verbesserung beim Free Cashflow

2018 konnte der Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit deutlich von 1,0 Mio. € auf 19,0 Mio. € gesteigert werden. Größter Einflussfaktor war die geringe Veränderung im Working Capital im Vergleich zu 2017. Die größte Veränderung gab es dabei in der Position sonstige Verbindlichkeiten, die im Vorjahr den Cashflow mit 14,3 Mio. € belastete und 2018 mit 5,0 Mio. € entlastete. Durch die Übernahme von Moveo (1,5 Mio. €) verschlechterte sich der Cashflow aus Investitionstätigkeiten von -4,1 Mio. € auf -7,4 Mio. €. Aufgrund der Nettotilgung der Finanzverbindlichkeiten kam es zu einem Rückgang des Cashflows aus Finanzierungstätigkeiten auf -4,8 Mio. € (Vj. -1,1 Mio. €). Im Vorjahr gab es noch eine Nettoaufnahme von Finanzschulden. Dies ergibt einen Cashflow vor bewertungsbedingten Veränderungen von 6,7 Mio. € nach -4,0 Mio. im Vj.. Dadurch erhöht sich der Zahlungsmittelbestand auf 44,6 Mio. € (38,1 Mio. €.)

Das **Eigenkapital** verbesserte sich um 6,3 Mio. € auf 86,6 Mio. €. Aufgrund der Ausweitung der Bilanzsumme blieb die EK-Quote mit 41,5% (Vj. 41,4%) nahezu unverändert. Nach dem Rückgang der Pensionsrückstellungen 2017 stiegen diese 2018 um 0,7 Mio. € auf 51,3 Mio. €.

Unter sonst gleichen Bedingungen wird die Anwendung von **IFRS 16** ab dem 01.01.2019 bei PSI zu einer Bilanzverlängerung führen. Nach Angaben der Gesellschaft werden die langfristigen Vermögenswerte durch die Bilanzierung von Nutzungsrechten für angemietete Immobilien um 22,6 Mio. € steigen. Die korrespondierenden Verbindlichkeiten erhöhen sich entsprechend. Die EK-Quote verringert sich auf 37,5%. Das EBITDA erhöht sich um 4,5 Mio. € (Wegfall der sonstigen betrieblichen Mietaufwendungen), während Abschreibungen (Abschreibung der Nutzungsrechte) und Zinsaufwand (Aufzinsung der Verbindlichkeiten) steigen. Der Effekt auf das Ergebnis nach Steuern dürfte gering sein.

Bewertung

An unserem **DCF-Modell** haben wir, nach Vorlage des GB 2018 inklusive der Guidance 2019, kleinere Änderungen vorgenommen. Möglicherweise müssen weitere Änderungen vorgenommen werden, wenn die neue Mittelfristplanung veröffentlicht wird. Den Umsatz sehen wir jetzt höher als zuvor, während wir die EBIT-Marge in der Detailplanung um bis zu einem Prozentpunkt reduziert haben. 2022 gehen wir von einem Umsatz von 257 Mio. € (alt 237 Mio. €) bei einer EBIT-Marge von 11% (alt 11,5%) aus.

In der Detailplanung setzen wir das Beta weiter mit 0,49 und im TV konservativ mit 1,0 an. Das WACC beläuft sich in der Detailplanung auf 4,2% und im TV auf 6,75%. Die Reinvestment Rate heben wir auf 14,4% nach 9,5% an. Die Netto-Schulden inkl. Pensionen gehen von 15 Mio. € auf 8,5 Mio. € zurück. Die sonstigen Änderungen sind von untergeordneter Bedeutung. Im Ergebnis steigt der faire Wert der PSI-Aktie nach unserem DCF-Modell von 20,94 € auf 22,60 €. Das Kursziel wird entsprechend erhöht.

Der **Peergroup-Vergleich** zeigt, dass die Aktie der PSI Software AG trotz der erfreulichen Kursentwicklung in den letzten Wochen bei vielen Bewertungsparametern mit Abschlägen auf die Peers gehandelt wird. Das ist vor allem eine Funktion der ggü. den Peers geringeren EBIT-Marge von PSI. Die geringere Marge ist auf das Festpreisgeschäft zurückzuführen, wo PSI Verluste macht. Mit dem Rückgang des Festpreisgeschäfts wird sich die Marge in den nächsten Jahren schrittweise erhöhen. Das sollte zu einer Verringerung der Abschläge ggü. den Peers beitragen.

PSI: Peergroup-Vergleich

Ticker	Kurs		KGV	KGV	KGV	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/EBIT	Ebit-Marge	Ebit-Marge	Kurs/Buchwert	Kurs/Buchwert	EV/Sales	EV/Sales	Dividendenrendite
	28.03.2019	Währung														
CENIT AG	14,15	EUR	18,4	15,6	15,4	7,6	7,3	8,7	8,5	6,2%	6,3%	3,4	3,5	0,5	0,5	7,1%
RIB Software SE	14,45	EUR	-	47,5	39,3	13,4	12,6	19,6	19,5	20,9%	18,1%	1,8	1,8	4,1	3,5	1,4%
GK Software SE	65,20	EUR	782,4	22,8	11,2	10,2	6,1	16,5	8,2	7,1%	12,1%	2,9	2,2	1,2	1,0	0,0%
AVEVA Group PLC	36,04	EUR	36,3	32,0	28,1	21,9	18,8	26,0	22,0	23,3%	25,2%	2,5	2,4	6,1	5,5	1,4%
Nemetschek SE	137,50	EUR	-	70,0	57,3	43,0	35,6	52,3	42,3	22,0%	22,8%	18,8	16,1	11,5	9,6	0,6%
Durchschnitt (ungewichtet)			279,0	37,6	30,2	19,2	16,1	24,6	20,1	15,9%	16,9%	5,9	5,2	4,7	4,0	2,1%
MEDIAN			36,3	32,0	28,1	13,4	12,6	19,6	19,5	20,9%	18,1%	2,9	2,4	4,1	3,5	1,4%
PSI Software AG*	17,00	EUR	23,2	20,8	18,2	12,6	11,1	16,2	14,0	8,3%	8,9%	2,7	2,5	1,3	1,2	1,7%
Abweichung vom Median			-36,1%	-35,1%	-35,2%	-5,8%	-12,2%	-16,9%	-28,3%	-60,4%	-50,6%	-6,8%	3,1%	-67,1%	-64,6%	20,0%

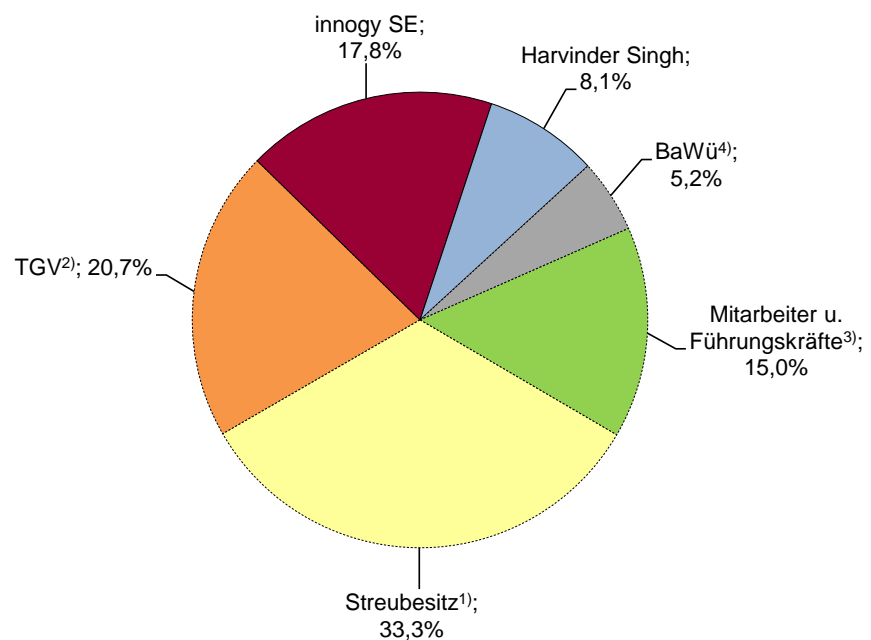
* PSI Zahlen sind Konsens-Schätzungen

Quelle: Solventis Research, PSI AG

Was passiert mit dem PSI-Paket unter dem Dach der E.ON SE?

Durch den Kauf der innogy SE durch die E.ON SE wandert das von innogy gehaltene 17,8%ige PSI-Aktienpaket unter das Dach von E.ON. In der neuen Konstellation geht PSI-CEO Dr. Schimpf davon aus, dass innogy das Paket behält oder weiter ausbaut und die Position als Ankeraktionär festigt. Die innogy-Übernahme kann sich noch bis Ende 2019 hinziehen. Insoweit zeichnen sich von dieser Seite zunächst keine größeren Änderungen im Aktionariat der PSI ab. Unter vertrieblichen Gesichtspunkten bewertet Dr. Schimpf die geplante Transaktion für PSI positiv.

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

- 29.04.2019: Veröffentlichung der Q1'Zahlen
- 16.05.2019: Hauptversammlung
- 26.07.2019: Veröffentlichung der Halbjahreszahlen
- 30.10.2019: Veröffentlichung der 9M'Zahlen
- 25.-27.11.2019: Eigenkapitalforum

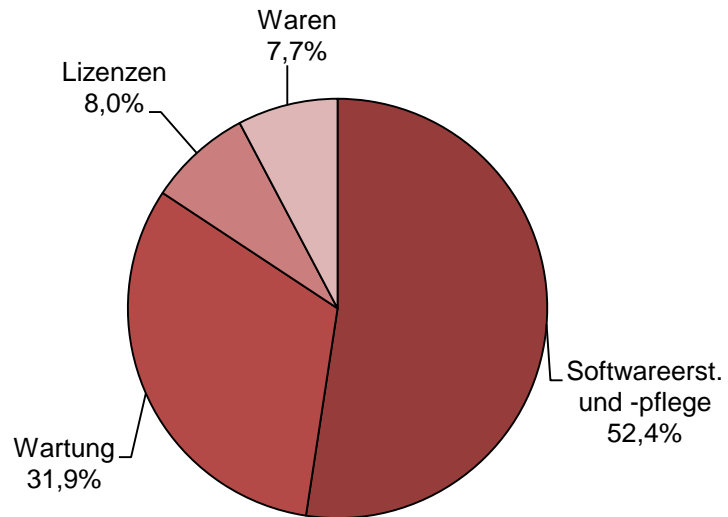
PSI: Segmente

<i>in Mio. €</i>	Energie- management			Produktions- management			Überleitung		PSI- Konzern		
	2018	2017	ggü. Vorjahr	2018	2017	ggü. Vorjahr	2018	2017	2018	2017	ggü. Vorjahr
Umsatzerlöse											
Umsätze mit Fremden	99,706	91,576	9%	99,450	94,520	5%	0,000	0,000	199,156	186,096	7%
Umsätze mit anderen Segmenten	2,917	2,562	14%	8,651	6,391	35%	-11,568	-8,953	0,000	0,000	n.m.
Umsätze gesamt	102,623	94,138	9%	108,101	100,911	7%	-11,568	-8,953	199,156	186,096	7%
EBITDA	9,056	6,604	37%	12,184	11,941	2%	-1,246	-0,829	19,994	17,716	13%
Abschreibungen	-2,205	-2,159	-2%	-1,684	-1,505	-12%	-0,074	-0,077	-3,963	-3,741	-6%
EBITA	6,851	4,445	54%	10,500	10,436	1%	-1,320	-0,906	16,031	13,975	15%
Abschreibungen aus Kaufpreisallokation	-0,085	-0,085	0%	-0,496	-0,643	23%	0,000	0,000	-0,581	-0,610	5%
EBIT	6,766	4,360	55%	10,004	9,911	1%	-1,320	-0,906	15,450	13,365	16%
Finanzergebnis	-0,449	-0,541	17%	-0,343	-0,300	-14%	-0,135	0,000	-0,927	-0,841	-10%
Ergebnis vor Steuern	6,317	3,819	65%	9,661	9,611	1%	-1,455	-0,906	14,523	12,524	16%
EBITDA-Marge	8,8%	7,0%		11,3%	11,8%				10,0%	9,5%	
EBITA-Marge	6,7%	4,7%		9,7%	10,3%				8,0%	7,5%	
EBIT-Marge	6,6%	4,6%		9,3%	9,8%				7,8%	7,2%	

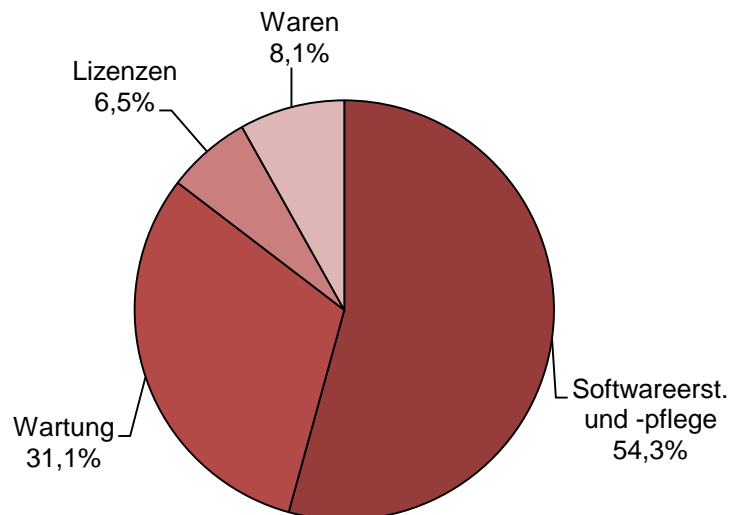
Quelle: Solventis Research, PSI AG

PSI: Zusammensetzung Umsatz

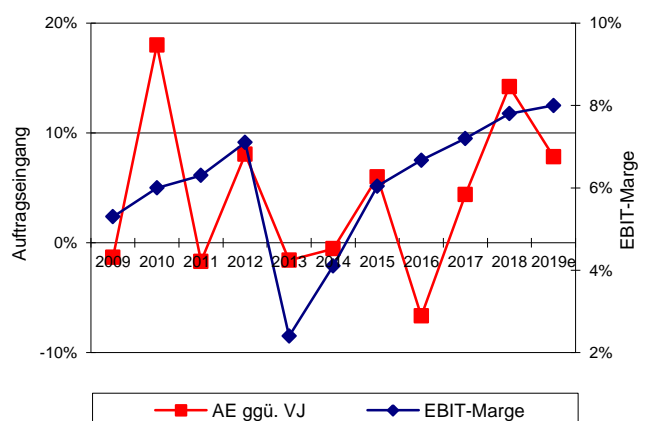
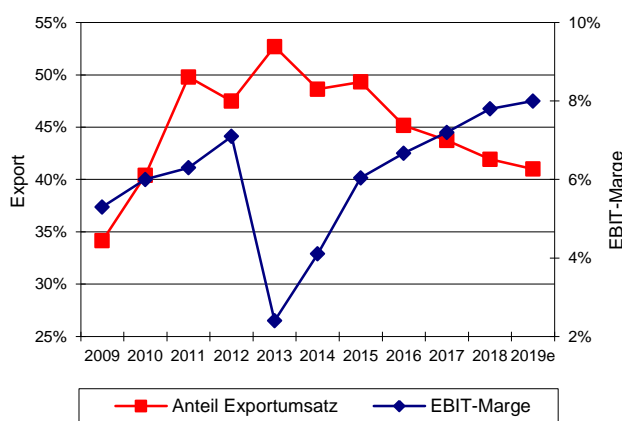
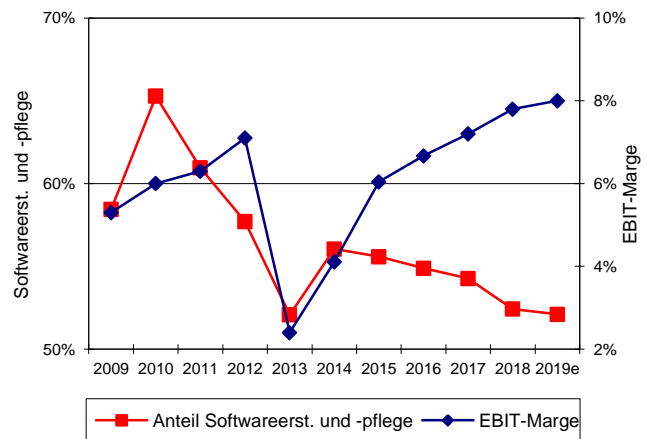
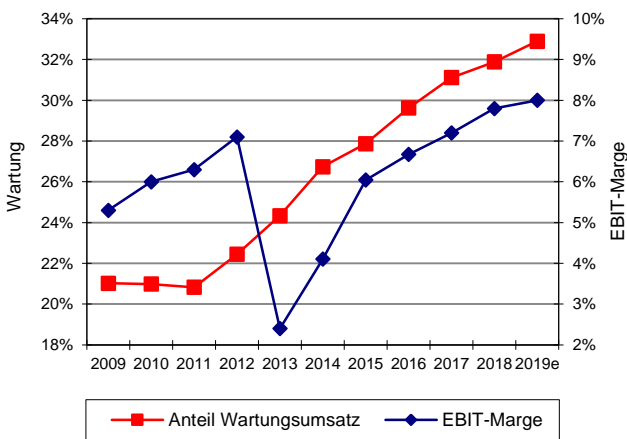
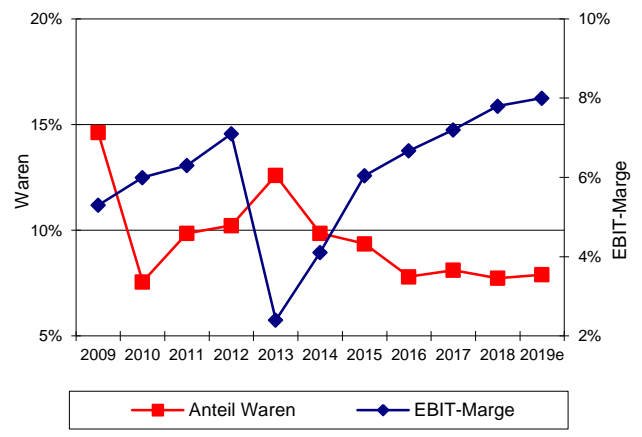
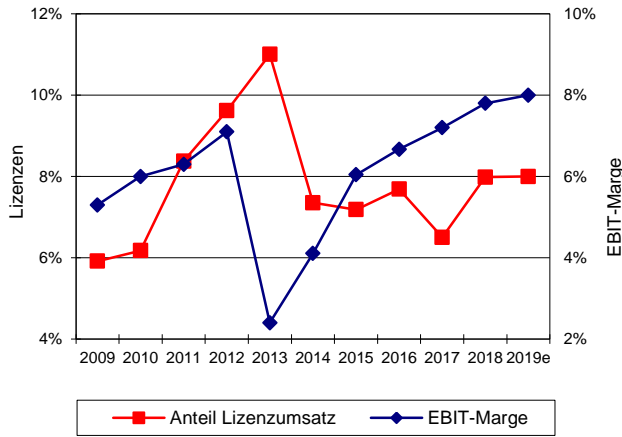
Gj. 2018



Gj. 2017

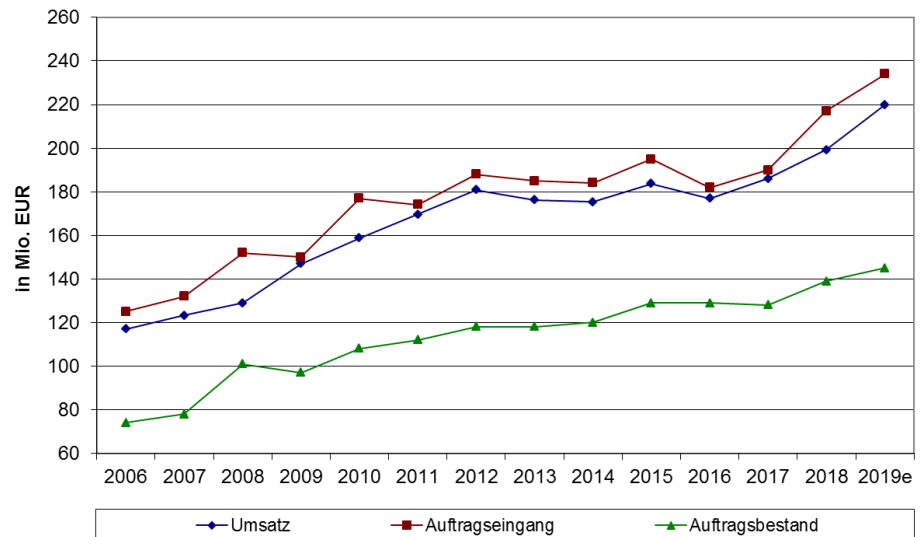


PSI: Umsatzanteile und EBIT-Marge



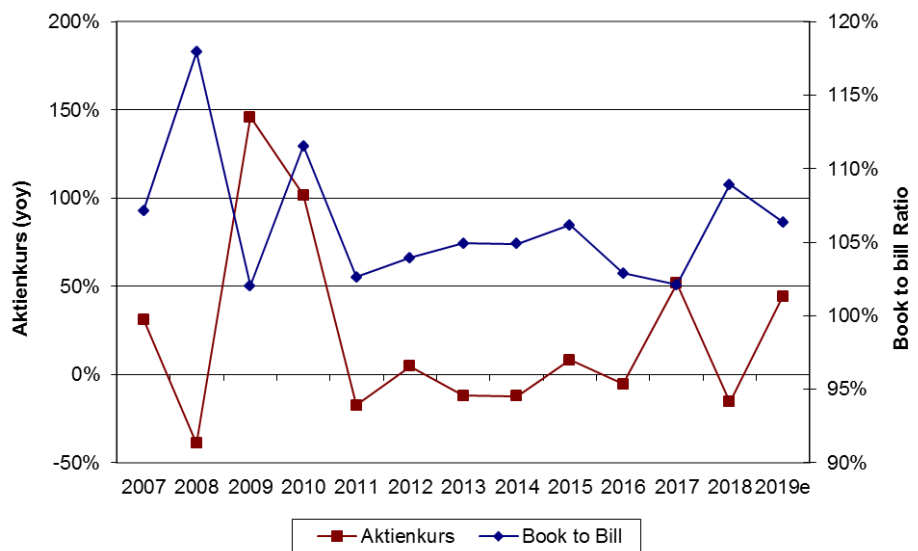
Quelle: Solventis Research, PSI AG

PSI: Umsatz, Auftragseingang und -bestand



Quelle: Solventis Research, PSI AG

PSI: Zusammenhang von Book to Bill-Ratio und Aktienkurs



Quelle: Solventis Research, PSI AG

PSI: GuV (in Tsd. €)

	2018	yoy	2019e	yoy	2020e	yoy	2021e	yoy
Umsatz	199.156	7,0%	220.067	10,5%	237.673	8,0%	249.556	5,0%
sonstige betriebliche Erträge	5.902	40,3%	6.462	9,5%	6.524	0,9%	6.343	-2,8%
Materialaufwand	28.919	6,2%	31.955	10,5%	34.512	8,0%	36.238	5,0%
Rohergebnis nach GKV	176.139	8,0%	194.574	10,5%	209.684	7,8%	219.661	4,8%
Personalaufwand	121.279	8,0%	134.013	10,5%	144.734	8,0%	151.971	5,0%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	4.611	6,0%	4.853	5,3%	5.096	5,0%	5.338	4,8%
sonstige betriebliche Aufwendungen	34.799	5,4%	38.102	9,5%	38.464	0,9%	37.397	-2,8%
EBITDA	20.061	13,2%	22.459	12,0%	26.486	17,9%	30.293	14,4%
EBITDA-Marge	10,07%	0,6 pp	10,21%	0,1 pp	11,14%	0,9 pp	12,14%	1,0 pp
EBIT	15.450	15,6%	17.605	14,0%	21.391	21,5%	24.956	16,7%
EBIT-Marge	7,76%	0,6 pp	8,00%	0,2 pp	9,00%	1,0 pp	10,00%	1,0 pp
Erträge aus Beteiligungen	134	-5,6%	142	6,0%	142	0,0%	142	0,0%
Zinserträge	329	59,7%	196	-40,4%	229	16,9%	271	18,1%
Zinsaufwand	1.390	16,9%	950	-31,7%	950	0,0%	950	0,0%
Finanzergebnis	-927	-10,2%	-612	34,0%	-579	5,4%	-537	7,2%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	14.523	16,0%	16.993	17,0%	20.812	22,5%	24.418	17,3%
EBT-Marge	7,29%	0,6 pp	7,72%	0,4 pp	8,76%	1,0 pp	9,78%	1,0 pp
Steuern	3.938	30,1%	4.248	7,9%	5.203	22,5%	6.349	22,0%
Steuerquote	27,12%	2,9 pp	25,00%	-2,1 pp	25,00%	0,0 pp	26,00%	1,0 pp
Konzernjahresüberschuss	10.585	11,5%	12.745	20,4%	15.609	22,5%	18.069	15,8%
Anzahl Aktien	15,70	0,4%	15,70	0,0%	15,70	0,0%	15,70	0,0%
Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)	0,67	11,1%	0,81	20,4%	0,99	22,5%	1,15	15,8%

Quelle: Solventis Research, PSI AG

PSI: Bilanz (in Tsd. €)

	2018	yoy	2019e	yoy	2020e	yoy	2021e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand	44.579	16,9%	52.521	17,8%	61.116	16,4%	73.289	19,9%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	68.774	6,2%	75.995	10,5%	82.075	8,0%	86.179	5,0%
Vorräte	8.712	11,4%	9.627	10,5%	10.397	8,0%	10.917	5,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	5.722	-1,0%	5.722	0,0%	5.722	0,0%	5.722	0,0%
Summe Umlaufvermögen	127.787	9,7%	143.865	12,6%	159.310	10,7%	176.106	10,5%
Sachanlagen	13.592	8,5%	14.089	3,7%	14.611	3,7%	15.059	3,1%
Immaterielle Vermögenswerte	9.468	15,5%	9.468	0,0%	9.468	0,0%	9.468	0,0%
Firmenwerte	49.417	2,3%	49.417	0,0%	49.417	0,0%	49.417	0,0%
Finanzanlagen	440	193,3%	440	0,0%	440	0,0%	440	0,0%
Latente Steuern	7.967	-4,9%	7.967	0,0%	7.967	0,0%	7.967	0,0%
Summe Anlagevermögen	80.884	4,3%	81.381	0,6%	81.903	0,6%	82.351	0,5%
Bilanzsumme	208.671	7,6%	225.246	7,9%	241.213	7,1%	258.457	7,1%
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	-19.807	-3,4%	-11.523	41,8%	-1.377	88,0%	10.368	852,9%
Kumuliertes übriges comprehensive income	31.115	29,0%	31.651	1,7%	32.654	3,2%	33.515	2,6%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	86.630	7,9%	95.451	10,2%	106.599	11,7%	119.205	11,8%
Langfristige Schulden								
Pensionsrückstellungen	51.284	1,5%	51.797	1,0%	52.315	1,0%	52.838	1,0%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	4.797	37,3%	5.301	10,5%	5.725	8,0%	6.011	5,0%
Summe langfristige Schulden	56.081	3,8%	57.098	1,8%	58.040	1,6%	58.849	1,4%
Kurzfristige Schulden								
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	32.971	18,4%	36.433	10,5%	39.348	8,0%	41.315	5,0%
Finanzverbindlichkeiten	1.795	-31,5%	1.795	0,0%	0	-100,0%	0	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	31.194	6,8%	34.469	10,5%	37.227	8,0%	39.088	5,0%
Summe Kurzfristige Schulden	65.960	10,5%	72.697	10,2%	76.575	5,3%	80.403	5,0%
Bilanzsumme	208.671	7,6%	225.246	7,9%	241.213	7,1%	258.457	7,1%

Quelle: Solventis Research, PSI AG

PSI: DCF-Modell (in Tsd. €)

	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Terminal Value
Umsatz	199.156,0	220.067,4	237.672,8	249.556,4	257.043,1	262.184,0	
Veränderung in %	7,0%	10,5%	8,0%	5,0%	3,0%	2,0%	
EBITDA	20.061,0	22.458,7	26.486,1	30.293,5	33.854,8	37.284,4	
EBITDA-Marge	10,1%	10,2%	11,1%	12,1%	13,2%	14,2%	
EBIT	15.450,0	17.605,4	21.390,5	24.955,6	28.274,7	31.462,1	
EBIT-Marge	7,8%	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	12,0%	
NOPLAT	11.260,6	13.204,0	16.042,9	18.467,2	20.640,6	22.652,7	26.321,7
Reinvestment Rate	26,1%	39,2%	27,8%	16,8%	11,1%	8,6%	14,4%
FCFF	8.322,6	8.033,2	11.585,8	15.362,8	18.356,2	20.701,6	391.862,7
WACC	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	6,75%
Kumuliertes WACC		104,2%	108,5%	113,1%	117,9%	122,8%	131,10%
Barwerte der FCFF		7.711,3	10.673,3	13.582,3	15.574,7	16.856,7	298.905,7
Summe Barwerte FCFF	64.398,2						
Barwert Terminal Value	298.905,7						
in % des Unternehmenswertes	82,3%						
Wert des Unternehmens	363.303,9						
Netto-Finanzschulden	8.500,0						
Wert Verlustvortrag	0,0						
Minderheiten	0,0						
Beteiligungen	0,0						
Wert des Eigenkapitals	354.803,9						
Wert pro Aktie	22,60						

Quelle: Solventis Research

Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach § 34b WpHG, Finanzanalyseverordnung und EU-Marktmisbrauchsverordnung (Verordnung EU Nr. 596/2014) einschließlich über mögliche Interessenkonflikte (Disclosures), Erstellerangaben und Aufsichtsbehörde

Die nachfolgenden Erläuterungen informieren den Leser über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

1. Haftungserklärung

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Die auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Studie können wir nicht übernehmen. Die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar, Aktien zu erwerben. Diese Studie ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und Zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen.

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

2. Pflichtangaben

a) Erstmalige Veröffentlichung: **29.03.2019, 09:00 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
06.04.18	16,05	Kaufen	18,72
03.05.18	16,70	Kaufen	19,00
31.07.18	17,50	Kaufen	21,00
07.11.18	16,00	Kaufen	21,00

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.01.18 - 31.12.18)	in %	Auftrags- research	in %
Kaufen	48 100,0%	35	72,9%
Halten	0 0,0%	0	0,0%
Verkaufen	0 0,0%	0	0,0%
Insgesamt	48 100,0%	35	72,9%

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

1. sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
2. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
3. betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
4. haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
5. sind im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet.
6. sind im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet.

Die Solventis Beteiligungen GmbH oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis Beteiligungen GmbH

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

b) Ersteller

Klaus Schlote, CEFA-Analyst; Nico Löhnner, 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. Börsen-Zeitung, 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

Einzel-emittenten: 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.