

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

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

PSI Software AG

Starkes Schlussquartal 2019 – bisher keine Coronavirus-Auswirkungen spürbar

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	21,80 € (22,50 €)
Kurspotential	31,3%
Kurs (01.04.2020)	16,60 €
ISIN	DE000A0Z1JH9
Marktkapitalisierung	260,6 Mio. €
Anzahl Aktien	15,7 Mio.
Marktsegment	Prime Standard
Homepage	www.psi.de

Kennzahlen und Prognosen

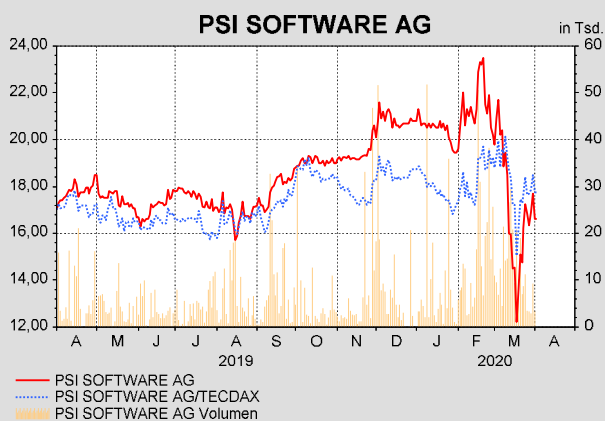
	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. €)	225,2	213,9	231,0	242,6
EBITDA (Mio. €)	28,0	24,1	31,5	35,3
EBITDA-Marge	12,5%	11,3%	13,6%	14,5%
EBIT (Mio. €)	17,2	13,7	20,8	24,3
EBIT-Marge	7,6%	6,4%	9,0%	10,0%
Ergebnis je Aktie (€)	0,91	0,60	0,94	1,10
Dividende je Aktie (€)	0,05	0,21	0,33	0,38
Buchwert je Aktie (€)	6,02	6,58	7,31	8,08
EV/Umsatz	1,63	1,35	1,18	1,06
EV/EBITDA	13,1	12,0	8,7	7,3
EV/EBIT	21,3	21,1	13,1	10,6
KGv	22,9	27,5	17,6	15,1
Dividendenrendite	0,2%	1,3%	2,0%	2,3%
Kurs/Buchwert	3,45	2,52	2,27	2,06

Dank eines starken Schlussquartals legte der Umsatz 2019 um 13% auf 225,2 Mio. € zu. Das EBIT erreichte 17,2 Mio. € (Vj. 15,5 Mio. €). Damit wurde die Guidance übertroffen, die ein Umsatzwachstum von 10% und ein EBIT von knapp 17 Mio. € vorsah. Überproportional erhöhte sich das Konzernergebnis auf 14,3 Mio. € (Vj. 10,6 Mio. €). Das entspricht einem EPS von 0,91 € (Vj. 0,68 €). Dazu trugen ein besseres Finanzergebnis und eine niedrigere Steuerquote bei. Letztere hängt mit der erstmaligen Aktivierung von latenten Steuern zusammen. Vor der Coronakrise war PSI für 2020 von einem Umsatzwachstum von 5% und einer EBIT-Zunahme um 10% ausgegangen. Unter den aktuellen Voraussetzungen rechnet PSI mit einem Rückgang bei Umsatz und EBIT von 5% bzw. 20%. Zurzeit spürt PSI noch keine direkten negativen Auswirkungen durch Corona. Auf Basis unseres aktualisierten DCF-Modells ermitteln wir ein Kursziel von 21,80 € (vorher: 22,50 €) je PSI-Aktie. Wir empfehlen die PSI-Aktie unverändert zum Kauf.

Der Auftragseingang legte 2019 um 8,8% auf 236 Mio. € zu. Zum Jahresende belief sich der Auftragsbestand auf 142 Mio. € (Vj. 139 Mio. €). Dabei weist PSI jeweils nur den Teil der Wartungsverträge aus, der in dem kommenden GJ. abgearbeitet wird. Werden bereits unterzeichnete mehrjährige Wartungsverträge im Auftragsbestand berücksichtigt, so erhöht sich der Auftragsbestand um weitere 200 bis 250 Mio. €. Die Book-to-bill-Ratio reduzierte sich leicht auf 1,05 (Vj. 1,09).

Das Ergebnis 2019 wurde infolge des Zukaufs der BTC Smart Grid mit Integrationskosten von 2,1 Mio. € belastet; für 2020 erwarten wir keinen negativen Effekt mehr. Die BTC hatte zum Zeitpunkt der Übernahme rund 170 Mitarbeiter und 100 Kunden.

Bereits zwei Drittel aller PSI-Produkte laufen auf der Java-Plattform. Wenn die Transformation vollständig abgeschlossen ist, ergeben sich nicht nur Einsparungen durch effizientere Abläufe, sondern es entfallen auch die Kosten für die Umstellung. Im laufenden GJ. plant PSI, einen eigenen App Store zu launchen. Mit dem App Store soll für die ersten Produkte der manuelle Prozess für die Angebotserstellung entfallen. Zudem können Kunden automatisiert ein maßgeschneidertes Angebot erhalten. Über spezielle Partner versucht PSI den Rollout der Lösungen nicht mehr selbst durchzuführen, sondern nur noch die Lizenzen zu verkaufen. Dieser Ansatz wird sich positiv auf die Marge von PSI auswirken.



Finanzkalender

- 28.04.2020: Bericht zum 1. Quartal 2020
- 14.05.2020: Hauptversammlung

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 13

Auswirkungen des Coronavirus auf PSI

Aktuell spürt PSI noch keine Beeinträchtigungen im Geschäftsbetrieb durch das Coronavirus. Bei einem Großteil der Aufträge von PSI handelt es sich um langlaufende Verträge mit längeren Ausschreibungsprozessen. Hier ist aufgrund von Corona nicht mit Verschiebungen zu rechnen. Dennoch stellt sich PSI darauf ein, dass es zu Auftragsverschiebungen oder zu weniger Neuaufträgen kommt. In das Gj. 2020 ist PSI sehr gut gestartet. Zum 29.02.2020 erhöhte sich der Auftragsbestand gegenüber Ultimo 2019 um 40 Mio. € auf 182 Mio. €. Das entspricht einer Auftragsreichweite von 10 Monaten (31.12.2019: 8 Monate).

Durch Frühverrentung und die Kündigung von Mitarbeitern in der Probezeit könnte PSI rund 130 Mitarbeiter kurzfristig abbauen. Neben weiteren Maßnahmen wie Überstundenabbau, Betriebsferien oder Kurzarbeit ließen sich die Personalkosten jährlich um 25 Mio. € reduzieren, ohne dass zusätzliche Kosten wie Abfindungen etc. anfallen würden. Gemessen an Personalkosten von 138 Mio. € in 2019 wäre das eine Reduzierung um 18%. Aktuell plant PSI **keine** der genannten Maßnahmen umzusetzen.

Gerade im Energiesegment werden oft sehr langlaufende Verträge (30 Jahre+) abgeschlossen. Bei der Vergabe solcher Aufträge ist die Bilanzqualität des Vertragspartners (PSI) ein wichtiger Entscheidungsfaktor. Vor diesem Hintergrund und aus der Unsicherheit heraus, dass sich aktuell noch nicht abschätzen lässt, wie lange Corona die Weltwirtschaft beeinträchtigt, schlägt PSI eine Reduzierung der Dividende auf 0,05 € (Vj. 0,25 €) je Aktie vor.

Positiv auswirken könnte sich, dass der ein oder andere schwächere Wettbewerber aus dem Markt ausscheiden wird bzw. die Kaufpreise fallen. PSI schaut sich derzeit verschiedene Opportunitäten an. Insbesondere im Segment Energie wären Zukäufe interessant. Allerdings plant PSI eine Übernahme erst, wenn sich ein Ende der Coronakrise abzeichnet.

Umsatz- und Ergebnisanstieg in beiden Segmenten

Der Umsatz im Segment **Energiemanagement** (Energienetze, Energiehandel, ÖPNV, Südasiengeschäft) stieg 2019 um 16,1% auf 115,8 Mio. €. Das EBIT legte um 6,4% auf 7,2 Mio. € zu und das trotz angefallener Integrationskosten aus der Übernahme der BTC in Höhe von 2,1 Mio. €. Die EBIT-Marge ging leicht von 6,7% auf 6,3% zurück. Wesentliche Treiber waren der Bereich Elektrische Energie sowie das Wachstum in den Bereichen Gasnetze und Pipelines. Ebenfalls positiv entwickelte sich der Bereich Öffentlicher Personenverkehr. PSI hat hier eine Lösung für das E-Bus-Depotmanagement entwickelt. 2019 konnte PSI einen ersten Auftrag erfolgreich abwickeln und hat nun 14 weitere Anfragen aus ganz Deutschland. Zudem hat PSI einen Auftrag in der Region Paris gewinnen können. Nach dem erfolgreichen Proof-of-Concept in Paris könnte die Lösung über den Partner anschließend in ganz Frankreich ausgerollt werden. Der Standort in Malaysia wird weiter optimiert. Dennoch geht PSI auch für 2020 von einer Verlustsituation dort aus.

Im Segment **Produktionsmanagement** (Rohstoffe, Metallerzeugung, Industrie, Logistik) wurde der Umsatz 2019 um rund 10 Mio. € auf 109,4 Mio. € ausgeweitet. Das EBIT stieg überproportional auf 11,8 Mio. € (Vj. 10,0 Mio. €). Die EBIT-Marge belief sich auf 9,9% nach 9,3% im Vorjahr. 2019 lief es für PSI in Russland sehr erfreulich. Dieser Trend hat sich zu Beginn des Jahres weiter fortgesetzt. Allerdings könnte der russische Markt, bedingt durch den Ölpreisverfall, in den nächsten Monaten unter Druck kommen. Das gilt auch für die Automobilindustrie und den Maschinenbau: hier dürfte es schwieriger werden, neue Aufträge zu gewinnen. Zwar ist gerade in Krisenzeiten eine effiziente Produktion unumgänglich, trotzdem erwarten wir, dass es hier zu Verschiebungen von Kundenprojekten kommt. Im vergangenen Jahr entfielen rund 16% des Konzernumsatzes auf diese Kundengruppen.

IFRS 16 trägt zu einer Ausweitung der Bilanz bei

2019 lag der Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit mit 12,5 Mio. € unter dem Vorjahreswert von 19,0 Mio. €. Ursächlich war ein deutlicher Aufbau des Working Capital um 13,8 Mio. € (Vj. 0,1 Mio. €), der mit dem Umsatzwachstum der PSI einherging. Der Cashflow aus Investitionstätigkeit erhöhte sich um 1,3 Mio. € auf 8,7 Mio. €, da sich höhere Auszahlungen für Investitionen in Tochterunternehmen von 3,1 Mio. (Vj. 1,5 Mio. €) ergaben. Beim Cashflow aus Finanzierungstätigkeit kam es infolge der erstmaligen Anwendung von IFRS 16 (Bilanzierung von Leasingverhältnissen) zu einer deutlichen Erhöhung auf 10,2 Mio. € (Vj. 4,8 Mio. €). Davon entfielen 5,3 Mio. € auf IFRS 16. Insgesamt ergab sich ein Cashflow vor bewertungsbedingten Veränderungen von -6,4 Mio. € (Vj. 6,7 Mio. €). Der Zahlungsmittelbestand reduzierte sich auf 38,7 Mio. € (Vj. 44,6 Mio. €).

Das Eigenkapital verbesserte sich um 7,9 Mio. € auf 94,5 Mio. €. Die EK-Quote war aufgrund der Ausweitung der Bilanzsumme mit 38,0% (Vj. 41,5%) leicht rückläufig. IFRS 16 trug mit 22,5 Mio. € zu der Bilanzverlängerung bei. Höhere Pensionsverbindlichkeiten belasteten das Eigenkapital mit 3,4 Mio. €. In Deutschland wurde der Rechnungszinssatz auf 0,9% (Vj. 1,7%) und in Österreich auf 0,5% (Vj. 1,8%) abgesenkt.

Bewertung

An unserem DCF-Modell haben wir nach Vorlage des GB 2019 einige Änderungen vorgenommen. Corona bedingt erwartet PSI für 2020 einen Umsatzrückgang von rund 5% und ein um 20% niedrigeres EBIT. Der erwartete Umsatzrückgang in 2020 führt auf Grund des Basiseffekts zu einer niedrigeren Schätzung für die Umsätze in den Jahren 2021ff. Unsere Schätzungen sind als konservativ anzusehen, da wir keine möglichen Nachholeffekte berücksichtigten. Bisher haben wir den Umsatz 2022 bei 257 Mio. € gesehen, nun erwarten wir einen Umsatz von 243 Mio. €. Die geschätzte EBIT-Marge belassen wir bei 11%, da die geringere EBIT-Marge 2020 keinen Effekt auf die folgenden Jahre haben sollte.

Aufgrund der höheren Unsicherheit heben wir das Beta in der Detailplanung auf 0,59 (vorher: 0,49) an. Im TV belassen wir das Beta bei 1,0. Bei ansonsten unveränderten Annahmen führt das zu einem Anstieg des WACC auf 4,7% (vorher: 4,2%). Auf Basis unseres DCF-Modells ermitteln wir einen fairen Wert der PSI-Aktie von 21,80 € nach 22,52 €. Wir empfehlen, die PSI-Aktie mit Kursziel 21,80 € zu kaufen.

Der **Peergroup-Vergleich** zeigt unverändert einen deutlichen Bewertungsabschlag der PSI-Aktie gegen über den Peers. Dieser Abschlag hat sich seit unserer letzten Studie weiter erhöht. Allerdings ist der Peergroup-Vergleich nur eingeschränkt aussagekräftig, da die Prognosen noch nicht an die aktuellen Gegebenheiten angepasst sein dürften.

PSI: Peergroup-Vergleich

Ticker	Kurs 01.04.2020	Währung	KGV 2019	KGV 2020e	KGV 2021e	EV/EBITDA 2020e	EV/EBITDA 2021e	EV/EBIT 2020e	EV/EBIT 2021e	Ebit- Marge 2020e	Ebit- Marge 2021e	Kurs/ Buchwert 2020e	Kurs/ Buchwert 2021e	EV/Sales 2020e	EV/Sales 2021e	Dividenden rendite 2020e
CENT AG	9,40	EUR	16,7	11,4	9,6	4,5	3,6	6,9	5,5	5,7%	6,5%	2,2	2,1	0,4	0,4	8,5%
RIB Software SE	28,62	EUR	123,6	54,9	39,9	22,1	17,3	36,3	24,3	13,1%	16,3%	3,2	3,1	4,8	4,0	0,7%
GK Software SE	40,00	EUR	131,6	61,2	10,2	8,9	5,1	37,8	9,1	2,6%	9,3%	2,1	1,8	1,0	0,9	0,4%
AVEVA Group PLC	38,35	EUR	154,3	32,0	29,2	22,7	20,4	24,7	22,0	25,9%	27,5%	2,9	2,8	6,4	6,1	1,4%
Nemetschek SE	43,20	EUR	53,4	46,9	38,5	27,7	22,9	34,9	28,1	22,7%	24,3%	12,0	9,8	7,9	6,8	0,8%
init innovation in traffic system	19,70	EUR	20,4	14,9	13,8	7,9	7,7	10,7	10,0	10,5%	10,5%	2,1	1,9	1,1	1,1	2,3%
Durchschnitt (ungewichtet)			83,3	36,9	23,5	15,6	12,9	25,2	16,5	13,4%	15,7%	4,1	3,6	3,6	3,2	2,4%
MEDIAN			88,5	39,5	21,5	15,5	12,5	29,8	16,0	11,8%	13,4%	2,5	2,4	2,9	2,5	1,1%
PSI Software AG*	16,60	EUR	22,9	17,9	15,5	8,8	7,2	12,4	9,9	8,6%	9,4%	2,5	2,2	1,1	0,9	0,3%
Abweichung vom Median			-74,2%	-54,7%	-27,6%	-43,5%	-42,5%	-58,5%	-38,5%	-27,3%	-30,1%	-3,3%	-9,4%	-63,9%	-63,1%	-73,1%

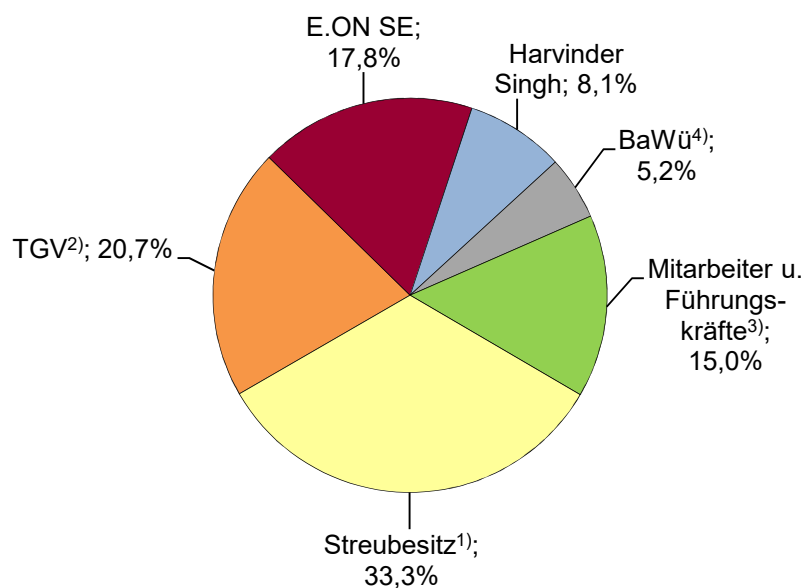
*PSI Software AG Zahlen sind Konsens-Schätzungen

Quelle: Solventis Research, Refinitiv, PSI AG

Keine Veränderungen in der Aktionärsstruktur

Seit unserem letzten Update gab es keine Veränderung in der Aktionärsstruktur. Mit dem Vollzug der innogy Übernahme werden die PSI-Aktien nun E.ON zugerechnet. Damit wird E.ON als zweitgrößter Aktionär aufgeführt. Ob E.ON irgendwann einen Verkaufsprozess für das PSI-Aktienparket anstoßen wird, ist ungewiss. Mit der Integration von innogy hat E.ON genügend andere Baustellen, die erst einmal im Vordergrund stehen dürften.

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

- 28.04.2020: Bericht zum 1. Quartal 2020
- 14.05.2020: Hauptversammlung
- 28.07.2020: Bericht zum 1. Halbjahr 2020
- 30.10.2020: Bericht zum 3. Quartal 2020
- 16.-18.11.2020: Deutsches Eigenkapitalforum

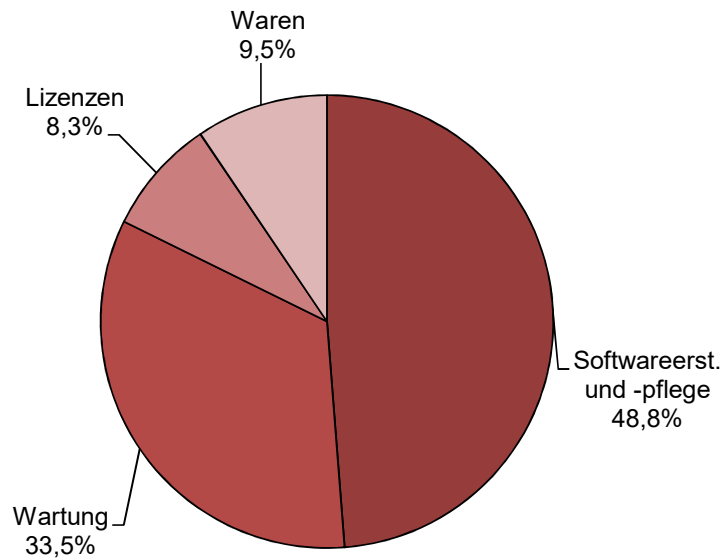
PSI: Segmente

<i>in Mio. €</i>	Energie- management			Produktions- management			Überleitung		PSI- Konzern		
	2019	2018	ggü. Vorjahr	2019	2018	ggü. Vorjahr	2019	2018	2019	2018	ggü. Vorjahr
Umsatzerlöse											
Umsätze mit Fremden	115,755	99,706	16,1%	109,425	99,450	10,0%	0,000	0,000	225,180	199,156	13%
Umsätze mit anderen Segmenten	3,227	2,917	11%	9,774	8,651	13%	-13,001	-11,568	0,000	0,000	n.m.
Umsätze gesamt	118,982	102,623	15,9%	119,199	108,101	10,3%	-13,001	-11,568	225,180	199,156	13%
EBITDA	12,644	9,056	40%	17,053	12,184	40%	-1,660	-1,246	28,037	19,994	40%
Abschreibungen	-5,152	-2,205	-134%	-4,808	-1,684	-186%	-0,097	-0,074	-10,057	-3,963	-154%
EBITA	7,492	6,851	9%	12,245	10,500	17%	-1,757	-1,320	17,980	16,031	12%
Abschreibungen aus Kaufpreisallokation	-0,293	-0,085	-245%	-0,482	-0,496	3%	0,000	0,000	-0,775	-0,581	-33%
EBIT	7,199	6,766	6,4%	11,763	10,004	17,6%	-1,757	-1,320	17,205	15,450	11%
Finanzergebnis	-0,203	-0,449	55%	-0,751	-0,343	-119%	0,189	-0,135	-0,765	-0,927	17%
Ergebnis vor Steuern	6,996	6,317	11%	11,012	9,661	14%	-1,568	-1,455	16,440	14,523	13%
EBITDA-Marge	10,6%	8,8%		14,3%	11,3%				12,5%	10,0%	
EBITA-Marge	6,3%	6,7%		10,3%	9,7%				8,0%	8,0%	
EBIT-Marge	6,1%	6,6%		9,9%	9,3%				7,6%	7,8%	

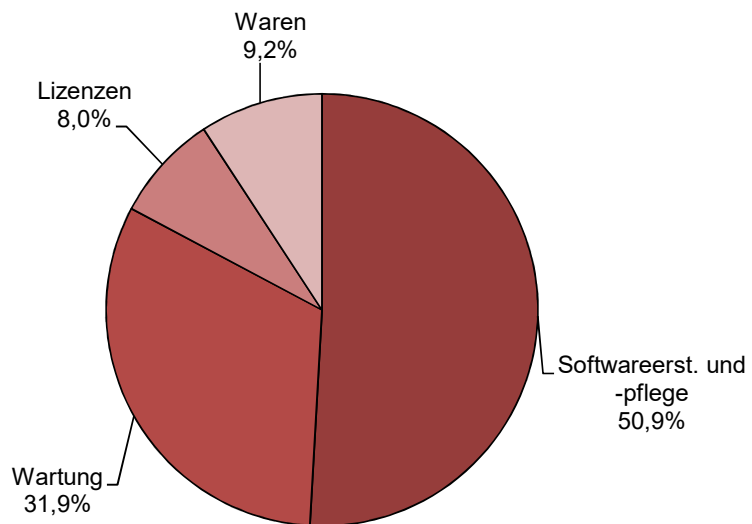
Quelle: Solventis Research, PSI AG

PSI: Zusammensetzung Umsatz

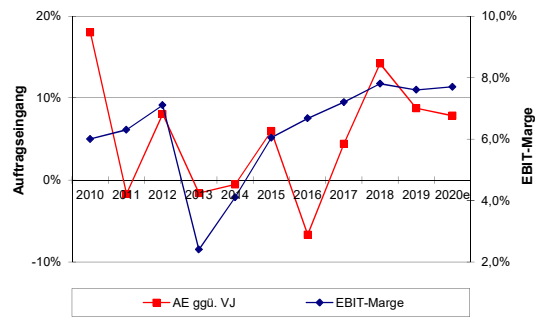
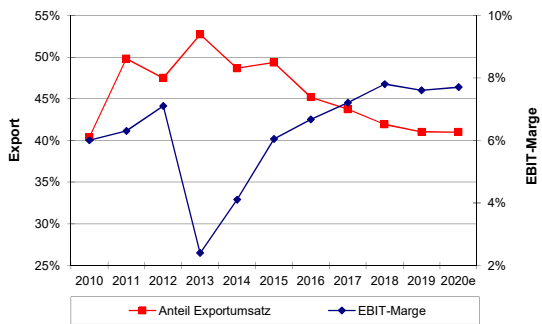
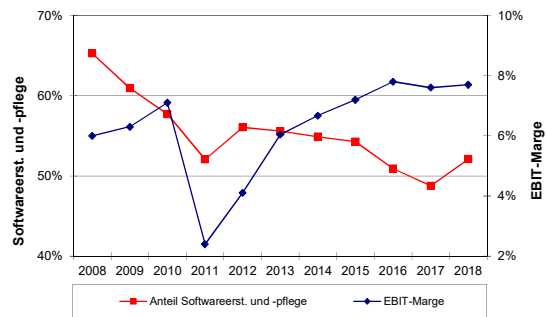
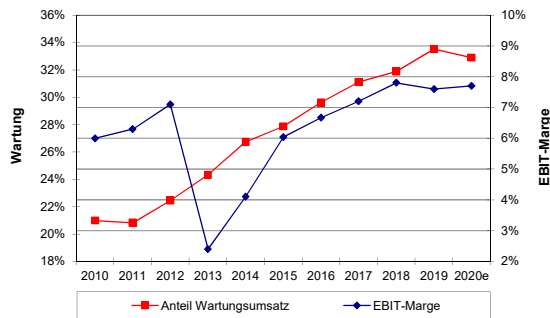
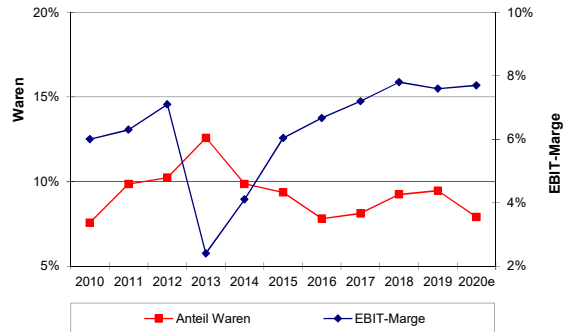
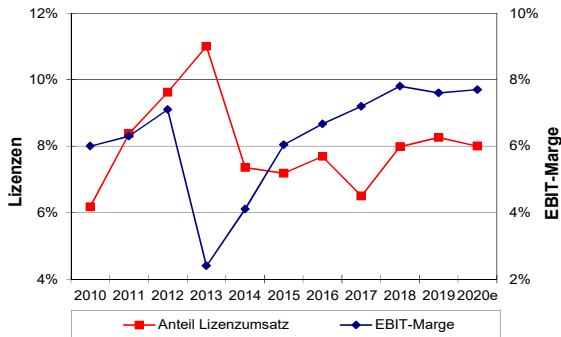
Gj. 2019



Gj. 2018

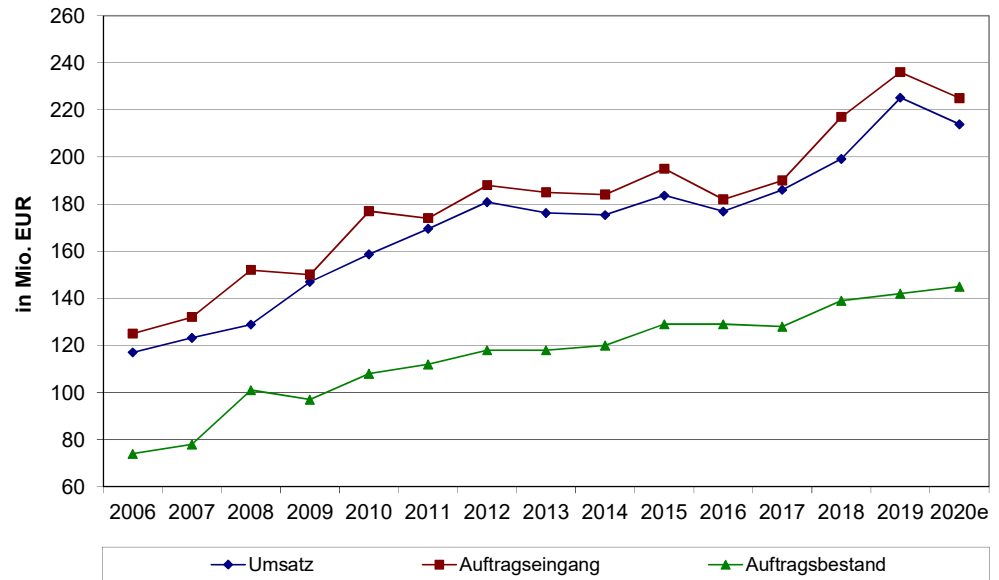


PSI: Umsatzanteile und EBIT-Marge



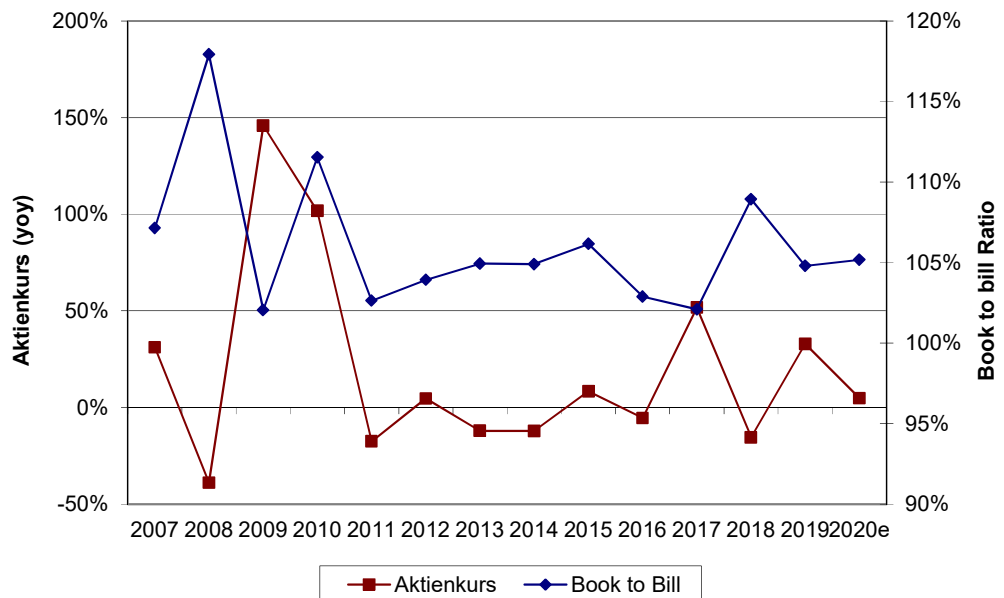
Quelle: Solventis Research, PSI AG

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. €)

	2019	yoy	2020e	yoy	2021e	yoy	2022e	yoy
Umsatz	225.180	13,1%	213.921	-5,0%	231.035	8,0%	242.586	5,0%
sonstige betriebliche Erträge	6.601	11,8%	6.891	4,4%	6.105	-11,4%	5.871	-3,8%
Materialaufwand	32.259	11,5%	30.646	-5,0%	33.098	8,0%	34.753	5,0%
Rohergebnis nach GKV	199.522	13,3%	190.166	-4,7%	204.042	7,3%	213.705	4,7%
Personalaufwand	137.795	13,6%	130.905	-5,0%	141.378	8,0%	148.447	5,0%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	10.832	134,9%	10.400	-4,0%	10.712	3,0%	11.033	3,0%
sonstige betriebliche Aufwendungen	33.690	-3,2%	35.170	4,4%	31.159	-11,4%	29.967	-3,8%
EBITDA	28.037	39,8%	24.091	-14,1%	31.505	30,8%	35.292	12,0%
EBITDA-Marge	12,45%	2,4 pp	11,26%	-1,2 pp	13,64%	2,4 pp	14,55%	0,9 pp
EBIT	17.205	11,4%	13.691	-20,4%	20.793	51,9%	24.259	16,7%
EBIT-Marge	7,64%	-0,1 pp	6,40%	-1,2 pp	9,00%	2,6 pp	10,00%	1,0 pp
Erträge aus Beteiligungen	288	-100,0%	142	n.m.	142	0,0%	142	0,0%
Zinserträge	579	-100,0%	284	n.m.	209	-26,5%	253	21,2%
Zinsaufwand	1.632	-45,0%	1.480	93,5%	1.406	-5,0%	1.336	-5,0%
Finanzergebnis	-765	-17,5%	-1.054	37,8%	-1.055	0,1%	-941	-10,9%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	16.440	13,2%	12.637	-23,1%	19.738	56,2%	23.318	18,1%
EBT-Marge	7,30%	0,0 pp	5,91%	-1,4 pp	8,54%	2,6 pp	9,61%	1,1 pp
Steuern	2.178	-44,7%	3.159	45,1%	4.934	56,2%	6.063	22,9%
Steuerquote	13,25%	-13,9 pp	25,00%	11,8 pp	25,00%	0,0 pp	26,00%	1,0 pp
Konzernjahresüberschuss	14.262	34,7%	9.478	-33,5%	14.803	56,2%	17.255	16,6%
Anzahl Aktien	15,70	0,0%	15,70	0,0%	15,70	0,0%	15,70	0,0%
Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)	0,91	34,7%	0,60	-33,5%	0,94	56,2%	1,10	16,6%

Quelle: Solventis Research, PSI AG

PSI: Bilanz (in Tsd. €)

	2019	yoy	2020e	yoy	2021e	yoy	2022e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand	38.656	-13,3%	46.190	19,5%	57.325	24,1%	68.289	19,1%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	79.180	15,1%	75.221	-5,0%	81.239	8,0%	85.301	5,0%
Vorräte	10.612	21,8%	10.081	-5,0%	10.888	8,0%	11.432	5,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	7.862	37,4%	7.862	0,0%	7.862	0,0%	7.862	0,0%
Summe Umlaufvermögen	136.310	6,7%	139.354	2,2%	157.314	12,9%	172.884	9,9%
Sachanlagen	37.039	-0,1%	34.639	-6,5%	29.545	-14,7%	24.297	-17,8%
Immaterielle Vermögenswerte	9.531	0,7%	9.531	0,0%	9.531	0,0%	9.531	0,0%
Firmenwerte	54.892	11,1%	54.892	0,0%	54.892	0,0%	54.892	0,0%
Finanzanlagen	440	0,0%	440	0,0%	440	0,0%	440	0,0%
Latente Steuern	10.625	33,4%	10.625	0,0%	10.625	0,0%	10.625	0,0%
Summe Anlagevermögen	112.527	7,8%	110.127	-2,1%	105.033	-4,6%	99.785	-5,0%
Bilanzsumme	248.837	7,2%	249.481	0,3%	262.346	5,2%	272.669	3,9%
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	-22.241	12,3%	-16.080	-27,7%	-6.458	-59,8%	4.758	-173,7%
Kumuliertes übriges comprehensive income	41.458	33,2%	43.990	6,1%	45.854	4,2%	46.712	1,9%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	94.539	9,1%	103.232	9,2%	114.718	11,1%	126.792	10,5%
Langfristige Schulden								
Pensionsrückstellungen	54.737	6,7%	55.284	1,0%	55.837	1,0%	56.396	1,0%
Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen	22.523	-4,1%	17.723	-21,3%	12.779	-27,9%	7.687	-39,8%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	6.328	31,9%	6.012	-5,0%	6.493	8,0%	6.817	5,0%
Summe langfristige Schulden	83.588	5,1%	79.019	-5,5%	75.109	-4,9%	70.899	-5,6%
Kurzfristige Schulden								
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	34.666	5,1%	32.933	-5,0%	35.567	8,0%	37.346	5,0%
Finanzverbindlichkeiten	1.112	-38,1%	1.112	0,0%	1.112	0,0%	0	-100,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	34.932	12,0%	33.185	-5,0%	35.840	8,0%	37.632	5,0%
Summe Kurzfristige Schulden	70.710	7,2%	67.230	-4,9%	72.520	7,9%	74.978	3,4%
Bilanzsumme	248.837	7,2%	249.481	0,3%	262.346	5,2%	272.669	3,9%

Quelle: Solventis Research, PSI AG

PSI: DCF-Modell (in Tsd. €)

	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Terminal Value
Umsatz	225.180	213.921	231.035	242.586	249.864	254.861	
Veränderung in %	13,1%	-5,0%	8,0%	5,0%	3,0%	2,0%	
EBITDA	28.037	24.091	31.505	35.292	38.849	42.289	
EBITDA-Marge	12,5%	11,3%	13,6%	14,5%	15,5%	16,6%	
EBIT	17.205	13.691	20.793	24.259	27.485	30.583	
EBIT-Marge	7,6%	6,4%	9,0%	10,0%	11,0%	12,0%	
NOPLAT	14.926	10.268	15.595	17.951	20.064	22.020	25.587
Reinvestment Rate	59,3%	-3,5%	25,9%	14,9%	8,7%	6,5%	11,4%
FCFF	6.070	10.625	11.556	15.278	18.326	20.599	394.336
WACC	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	6,75%
Kumuliertes WACC		104,7%	109,6%	114,7%	120,1%	125,8%	134,26%
Barwerte der FCFF		10.150	10.545	13.317	15.256	16.378	293.713
Summe Barwerte FCFF	65.646						
Barwert Terminal Value	293.713						
in % des Unternehmenswertes	81,7%						
Wert des Unternehmens	359.359						
Netto-Finanzschulden	17.193						
Wert Verlustvortrag	0,0						
Minderheiten	0,0						
Beteiligungen	0,0						
Wert des Eigenkapitals	342.166						
Wert pro Aktie	21,80						

Quelle: Solventis Research, PSI AG

Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach Art. 20 Verordnung EU Nr. 596/2014 und Delegierte Verordnung EU 2016/958 einschließlich über mögliche 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: **02.04.2020, 14:00 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **02.04.2020, 14:15 Uhr**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: quartalsweise.

c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt/M.

d) Vorgegangene Analysen: Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.

e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten 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
28.03.19	Klaus Schlote	Kaufen	22,60 €	17,00 €	12 Monate
31.07.19	Klaus Schlote	Kaufen	22,60 €	16,95 €	12 Monate
05.11.19	Klaus Schlote	Kaufen	22,50 €	19,25 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.04.19 - 31.03.20)		in %	Auftrags- research	in %
Kaufen	40	85,1%	32	68,1%
Halten	6	12,8%	4	8,5%
Verkaufen	1	2,1%	1	2,1%
Insgesamt	47	100,0%	35	74,5%

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 abgezinste 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 veröffentlichte Geschäfts-, Ertrags-, Kosten- und Umsatzstruktur 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.