

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

### Hohes Umsatzwachstum hält an – BTC-Integration teurer als erwartet

#### Kaufen (Kaufen)

|                               |                   |
|-------------------------------|-------------------|
| Kursziel                      | 22,50 € (22,60 €) |
| Kurs (04.11.2019)             | 19,25 €           |
| ISIN                          | DE000A0Z1JH9      |
| Marktkapitalisierung (Mio. €) | 302,2             |
| Anzahl Aktien (Mio.)          | 15,7              |
| Marktsegment:                 | Prime Standard    |
| Homepage:                     | www.psi.de        |

#### Kennzahlen und Prognosen

|                        | 2018  | 2019e | 2020e | 2021e |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatz (Mio. €)        | 199,2 | 220   | 238   | 250   |
| EBIT (Mio. €)          | 15,5  | 17,0  | 21,4  | 25,0  |
| EBIT-Marge             | 7,8%  | 7,7%  | 9,0%  | 10,0% |
| EBITDA (Mio. €)        | 20,1  | 26,4  | 31,0  | 34,7  |
| EBITDA-Marge           | 10,1% | 12,0% | 13,0% | 13,9% |
| Ergebnis je Aktie (€)  | 0,67  | 0,76  | 0,97  | 1,13  |
| Dividende je Aktie (€) | 0,25  | 0,27  | 0,34  | 0,40  |
| Buchwert je Aktie (€)  | 5,52  | 6,03  | 6,75  | 7,55  |
| KGW                    | 23,2  | 25,3  | 19,8  | 17,0  |
| Kurs/Buchwert          | 2,84  | 3,19  | 2,86  | 2,56  |
| EV/EBIT                | 18,0  | 19,2  | 14,6  | 11,9  |
| EV/EBITDA              | 13,8  | 12,4  | 10,1  | 8,5   |
| EV/Umsatz              | 1,39  | 1,48  | 1,31  | 1,19  |
| Dividendenrendite      | 1,6%  | 1,4%  | 1,8%  | 2,1%  |

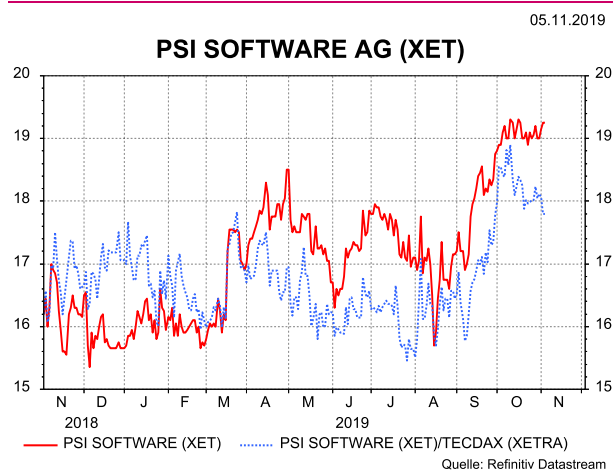
In den ersten 9 Monaten steigerte PSI den Umsatz um 12,8% auf 159,7 Mio. €. Rund 30% des Umsatzwachstums waren anorganisch und stammen aus der Übernahme eines Geschäftsbereiches der BTC AG. Das EBIT legte hingegen nur um 4,7% auf 10,5 Mio. € zu. Belastet wurde das Ergebnis durch Integrationskosten i. H. v. 2,1 Mio. € (davon 0,3 Mio. € in Q3). Das Konzernergebnis stieg auf 7,1 Mio. € (Vj. 6,9 Mio. €) an, was einem EPS von 0,46 € (Vj. 0,44 €) entspricht. Wir senken unser Kursziel geringfügig auf 22,50 € und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Der Auftragseingang konnte im Vergleich zum Vorjahr mit 3% nur leicht auf 182 Mio. € gesteigert werden. Dies entspricht einer Book-to-Bill Ratio von 1,14. Etwas schwächer war hingegen der Auftragsbestand, der am Ende des Q3'19 bei 156 Mio. € (Vj. 159 Mio. €) lag.

Mittelfristig könnte PSI von dem deutschen Klimaschutzprogramm 2030 profitieren. Hier müssen Bundestag und Bundesrat noch zustimmen. In dem Programm sind mehrere Initiativen enthalten, die zusätzliche Investitionen in Leitsysteme in Höhe von insgesamt ~100 Mio. € p.a. auslösen könnten. PSI sieht sich in einer guten Position, einen Teil der potentiellen Aufträge zu erhalten.

PSI bestätigte die Umsatzprognose, die ein Wachstum von 10% auf 220 Mio. € vorsieht. Etwas vorsichtiger wurde das Unternehmen hingegen beim EBIT. Zum Halbjahr hatte das Unternehmen noch ein EBIT von „rund“ 17 Mio. € in Aussicht gestellt. Im Q3'19 Bericht ist die Rede von „knapp“ 17 Mio. €. Ob das Jahresziel letztlich erreicht wird, hängt wesentlich von zwei Aufträgen aus Russland mit einem Volumen von zusammen ~7 Mio. € ab. Möglicherweise verschieben sich diese Aufträge nach 2020. Dann könnte die Guidance knapp verfehlt werden.

Den wirtschaftlichen Abschwung merkt PSI in den Bereichen Leittechnik für Strom- und Gasnetzte, Logistik und Automotive noch nicht, hier erwartet PSI weiterhin eine starke Nachfrage. Deswegen sieht PSI auch in den nächsten Quartalen eine weitere Steigerung des margenstarken Lizenz-, Wartungs-, Upgrade-, und Cloud-Geschäfts. Das Erreichen des EBIT-Ziels sehen wir aufgrund der höheren Integrationskosten als anspruchsvoll an, weshalb wir unsere Prognose für 2019 von 17,6 Mio. € auf 17,0 Mio. € gesenkt haben.



### **Segment Energiemanagement**

Im Segment Energiemanagement erwirtschaftete PSI in den ersten 9 Monaten einen Umsatz von 81,0 Mio. € (Vj. 68,9 Mio. €). Das EBIT wuchs dagegen nur mit 4,6% auf 4,4 Mio. € (Vj. 4,2 Mio. €). Ausschlaggebend für das geringe Wachstum waren die deutlich höher als erwarteten BTC-Integrationskosten. Diese betragen nach 9 Monaten 2,1 Mio. € (Q3: 0,3 Mio. €). Ursprünglich hatte PSI nur mit 1 Mio. € gerechnet. Von den übernommenen Mitarbeitern wurde die Hälfte auf andere Marktdivisionen im Bereich Elektrische Netze verteilt und eingearbeitet. Im Zuge dessen wurde auch die neue Division INFRA (Integrierte Stadtwerke, Infrastrukturen, Industrie) gegründet. Nach dem Abschluss der Integration liegt die Konzentration in dem Bereich wieder auf Wachstum und Stammkunden. Im Bereich Energiehandel verzeichnete PSI im Q3'19 ein ausgeglichenes Ergebnis, nachdem das Ergebnis im ersten Halbjahr noch durch Investitionen in Pilotprojekte belastet wurde. Im Bereich ÖPNV konnte ein neuer Exportauftrag gewonnen werden; Auftraggeber ist eine bekannte europäische Metropole.

### **Segment Produktionsmanagement**

Der Umsatz im Segment Produktionsmanagement konnte um 8,3% auf 78,7 Mio. € gesteigert werden. Das Wachstum beim EBIT fiel hingegen mit 7,2% auf 7,0 Mio. € geringer aus. Der Bereich Metallindustrie waren Auftragseingang, Umsatz und Ergebnis trotz der Stahlkrise stabil. Gute Geschäfte in Amerika und China konnten die Marktschwäche in Europa kompensieren. Hervorragend laufen weiterhin die Bereiche Automotive, Industrie und Logistik. Der Umsatz konnte in den Bereichen um jeweils 15% gesteigert werden. Das Ergebniswachstum war mit 32% sogar mehr als doppelt so hoch. Der Bereich Mines & Roads wurde durch Investitionen belastet. Hier will sich PSI auf das risikoärmere indirekte Geschäft mit Integrationspartnern und auf emissionsmindernde Verkehrslösungen in Europa konzentrieren.

### **Höheres Working Capital und Übernahme belasten Cashflow**

Aufgrund des höheren Working Capital und der Integrationskosten ging der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit deutlich auf 1,8 Mio. € (Vj. 7,2 Mio. €) zurück. Durch den Kauf eines Geschäftsbereichs der BTC AG stiegen die Investitionen auf 7,2 Mio. € (Vj. 4,1 Mio. €). Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit verschlechterte sich vor allem infolge von IFRS 16 Effekten auf -8,4 Mio. € (Vj. -5,4 Mio. €) an. Die liquiden Mittel gingen ggü. dem Vorjahr um 4,7 Mio. € (Q3'18) auf 30,8 Mio. € zurück.

## Bewertung

Im Vergleich zur letzten Veröffentlichung haben wir unsere Schätzung für das EBIT 2019 von 17,6 Mio. € auf 17,0 Mio. € reduziert. Zudem haben wir die Investitionen für 2019 auf 9,0 Mio. € erhöht. Aufgrund dieser Änderungen sinkt der faire Wert je Aktie auf 22,52 € je Aktie (vorher: 22,60 €).

Der **Peergroup-Vergleich** zeigt, dass bei fast allen Bewertungsparametern die PSI-Aktie 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 vor allem auf das verlustige Festpreisgeschäft zurückzuführen. Mit der abnehmenden Bedeutung 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<br>04.11.2019 | Währung | KGV<br>2018 | KGV<br>2019e | KGV<br>2020e | EV/EBITDA<br>2019e | EV/EBITDA<br>2020e | EV/EBIT<br>2019e | EV/EBIT<br>2020e | Ebit-<br>Marge<br>2019e | Ebit-<br>Marge<br>2020e | Kurs/<br>Buchwert<br>2019e | Kurs/<br>Buchwert<br>2020e | EV/Sales<br>2019e | EV/Sales<br>2020e | Dividenden<br>rendite<br>2019e |
|------------------------------------|--------------------|---------|-------------|--------------|--------------|--------------------|--------------------|------------------|------------------|-------------------------|-------------------------|----------------------------|----------------------------|-------------------|-------------------|--------------------------------|
| CENIT AG                           | 12,70              | EUR     | 18,7        | 16,6         | 14,5         | 6,6                | 5,7                | 10,9             | 9,1              | 5,4%                    | 6,0%                    | 3,0                        | 3,0                        | 0,6               | 0,5               | 5,5%                           |
| RIB Software SE                    | 23,50              | EUR     | 27,9        | 60,9         | 43,9         | 21,6               | 16,9               | 41,6             | 28,9             | 12,0%                   | 14,1%                   | 2,7                        | 2,6                        | 5,0               | 4,1               | 0,9%                           |
| GK Software SE                     | 60,00              | EUR     | 131,6       | 45,8         | 14,9         | 10,6               | 6,9                | 31,1             | 12,1             | 4,2%                    | 9,5%                    | 3,1                        | 2,6                        | 1,3               | 1,1               | 0,8%                           |
| AVEVA Group PLC                    | 49,28              | EUR     | 154,3       | 40,4         | 35,8         | 30,5               | 26,4               | 33,0             | 29,0             | 24,6%                   | 26,0%                   | 3,5                        | 3,3                        | 8,1               | 7,5               | 1,1%                           |
| Nemetschek SE                      | 50,25              | EUR     | 48,2        | 53,3         | 50,9         | 36,3               | 30,2               | 48,1             | 38,4             | 21,8%                   | 23,3%                   | 17,3                       | 13,9                       | 10,5              | 9,0               | 0,7%                           |
| init innovation in traffic systems | 21,30              | EUR     | 58,3        | 23,7         | 21,7         | 11,1               | 10,8               | 14,4             | 13,6             | 10,0%                   | 9,6%                    | 2,5                        | 2,4                        | 1,4               | 1,3               | 1,3%                           |
| Durchschnitt (ungewichtet)         |                    |         | 73,2        | 40,1         | 30,3         | 19,4               | 16,2               | 29,8             | 21,8             | 13,0%                   | 14,8%                   | 5,4                        | 4,6                        | 4,5               | 3,9               | 1,7%                           |
| MEDIAN                             |                    |         | 53,2        | 43,1         | 28,8         | 16,3               | 13,8               | 32,0             | 21,2             | 11,0%                   | 11,8%                   | 3,1                        | 2,8                        | 3,2               | 2,7               | 1,0%                           |
| PSI Software AG*                   | 19,25              | EUR     | 23,2        | 24,3         | 19,9         | 11,2               | 10,0               | 15,5             | 13,4             | 7,9%                    | 9,0%                    | 3,2                        | 2,8                        | 1,2               | 1,2               | 1,4%                           |
| Abweichung vom Median              |                    |         | -56,5%      | -43,6%       | -30,9%       | -31,6%             | -27,8%             | -51,5%           | -37,1%           | -28,0%                  | -24,0%                  | 3,2%                       | 1,6%                       | -61,7%            | -55,2%            | 40,8%                          |

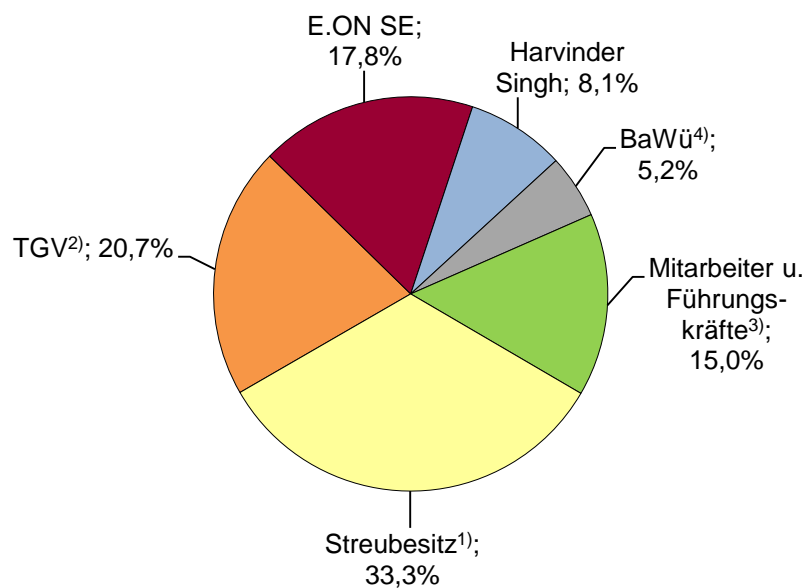
\* PSI Zahlen sind Konsens-Schätzungen

Quelle: Solventis Research, PSI AG

## E.ON SE will keine weiteren PSI-Aktien erwerben

Durch den Kauf der innogy SE gehört das 17,8%ige PSI-Aktienpaket nun der E.ON SE, verbleibt jedoch weiterhin in der innogy SE. E.ON gab im Rahmen einer Stimmrechtsmitteilung bekannt, dass keine weiteren PSI-Aktien gekauft werden sollen. Bei den anderen meldepflichtigen Aktionären gab es keine Veränderungen.

### PSI: Aktionärsstruktur



<sup>1)</sup> Freefloat nach Deutscher Börse sind ~54%

<sup>2)</sup> TGV: Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

<sup>3)</sup> Mitarbeiter und Führungskräfte inkl. Mitarbeiterkonsortium (9,35%)

<sup>4)</sup> BaWü: Baden-Württembergische Versorgungsanstalt für Ärzte, Zahnärzte und Tierärzte

Quelle: Solventis Research, PSI AG

### Kommender Newsflow

- 26.11.2019: Eigenkapitalforum

## PSI: Segmente

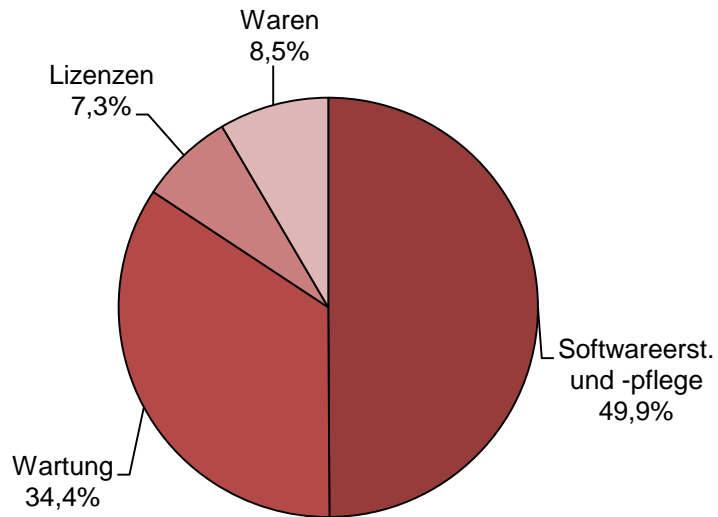
| in Mio. €                              | Energie-<br>management |               |                 | Produktions-<br>management |               |                 | Überleitung   |               | PSI-<br>Konzern |                |                 |
|--|------------------------|---------------|-----------------|----------------------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|-----------------|----------------|-----------------|
|  | Q3'2019                | Q3'2018       | ggü.<br>Vorjahr | Q3'2019                    | Q3'2018       | ggü.<br>Vorjahr | Q3'2019       | Q3'2018       | Q3'2019         | Q3'2018        | ggü.<br>Vorjahr |
| <b>Umsatzerlöse</b>                    |                        |               |                 |                            |               |                 |               |               |                 |                |                 |
| Umsätze mit Fremden                    | 81,024                 | 68,922        | 18%             | 78,694                     | 72,633        | 8%              | 0,000         | 0,000         | 159,718         | 141,555        | 13%             |
| Umsätze mit anderen Segmenten          | 2,271                  | 2,105         | 8%              | 7,223                      | 6,580         | 10%             | -9,494        | -8,685        | 0,000           | 0,000          | n.m.            |
| <b>Umsätze gesamt</b>                  | <b>83,295</b>          | <b>71,027</b> | <b>17%</b>      | <b>85,917</b>              | <b>79,213</b> | <b>8%</b>       | <b>-9,494</b> | <b>-8,685</b> | <b>159,718</b>  | <b>141,555</b> | <b>13%</b>      |
| <b>EBITDA</b>                          | <b>8,106</b>           | <b>5,903</b>  | <b>37%</b>      | <b>10,743</b>              | <b>8,113</b>  | <b>32%</b>      | <b>-0,782</b> | <b>-0,735</b> | <b>18,067</b>   | <b>13,281</b>  | <b>36%</b>      |
| Abschreibungen                         | -3,458                 | -1,626        | -113%           | -3,360                     | -1,171        | -187%           | -0,203        | -0,054        | -7,021          | -2,851         | -146%           |
| <b>EBITA</b>                           | <b>4,648</b>           | <b>4,277</b>  | <b>9%</b>       | <b>7,383</b>               | <b>6,942</b>  | <b>6%</b>       | <b>-0,985</b> | <b>-0,789</b> | <b>11,046</b>   | <b>10,430</b>  | <b>6%</b>       |
| Abschreibungen aus Kaufpreisallokation | -0,220                 | -0,045        | -389%           | -0,347                     | -0,380        | 9%              | 0,000         | 0,000         | -0,567          | -0,425         | -33%            |
| <b>EBIT</b>                            | <b>4,428</b>           | <b>4,232</b>  | <b>5%</b>       | <b>7,036</b>               | <b>6,562</b>  | <b>7%</b>       | <b>-0,985</b> | <b>-0,789</b> | <b>10,479</b>   | <b>10,005</b>  | <b>5%</b>       |
| Finanzergebnis                         | -0,218                 | -0,309        | 29%             | -0,444                     | -0,253        | -75%            | 0,000         | -0,037        | -0,662          | -0,599         | -11%            |
| <b>Ergebnis vor Steuern</b>            | <b>4,210</b>           | <b>3,923</b>  | <b>7%</b>       | <b>6,592</b>               | <b>6,309</b>  | <b>4%</b>       | <b>-0,985</b> | <b>-0,826</b> | <b>9,817</b>    | <b>9,406</b>   | <b>4%</b>       |
| <b>EBITDA-Marge</b>                    | 9,7%                   | 8,3%          |                 | 12,5%                      | 10,2%         |                 |               |               | 11,3%           | 9,4%           |                 |
| <b>EBITA-Marge</b>                     | 5,6%                   | 6,0%          |                 | 8,6%                       | 8,8%          |                 |               |               | 6,9%            | 7,4%           |                 |
| <b>EBIT-Marge</b>                      | 5,3%                   | 6,0%          |                 | 8,2%                       | 8,3%          |                 |               |               | 6,6%            | 7,1%           |                 |

Quelle: Solventis Research, PSI AG

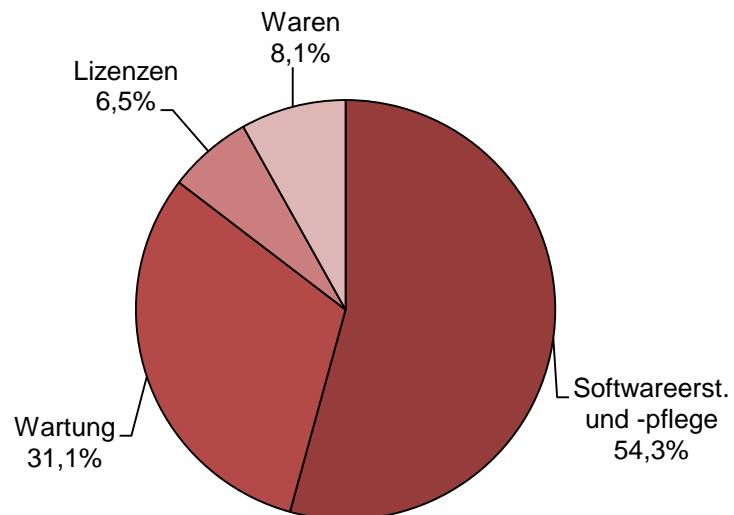
---

**PSI: Zusammensetzung Umsatz**

**Q3'2019**



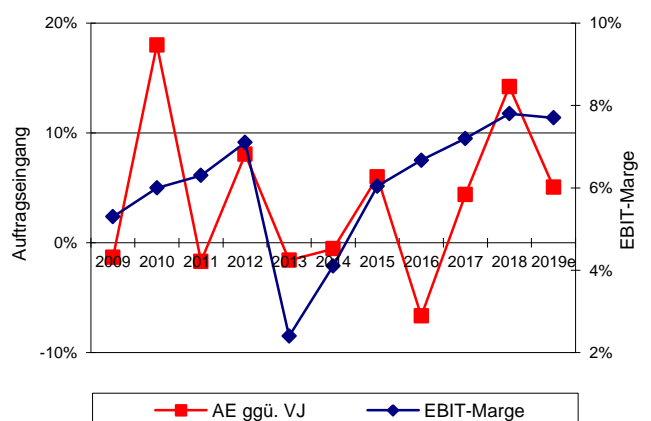
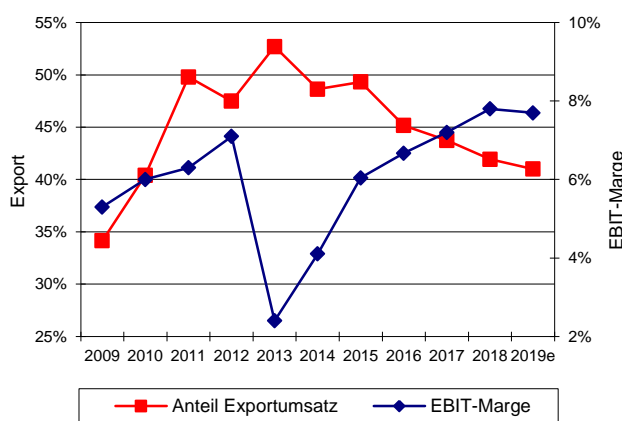
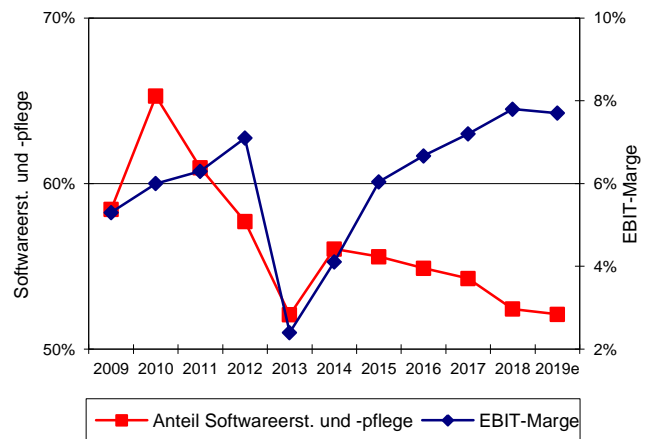
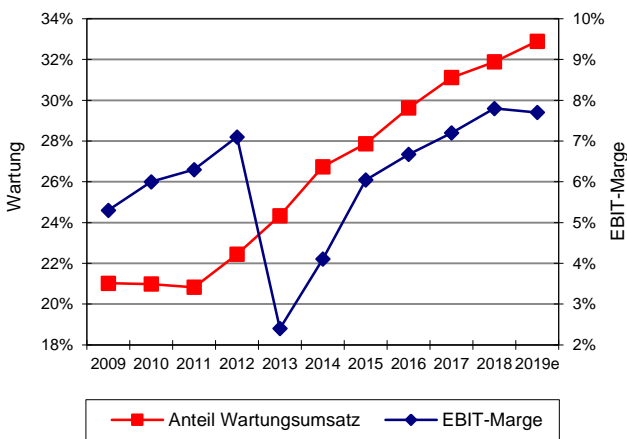
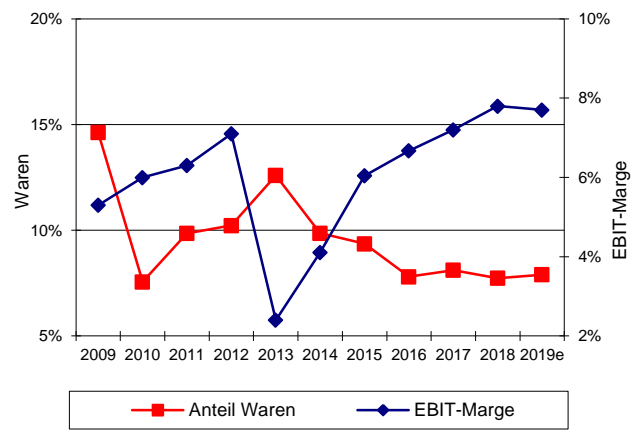
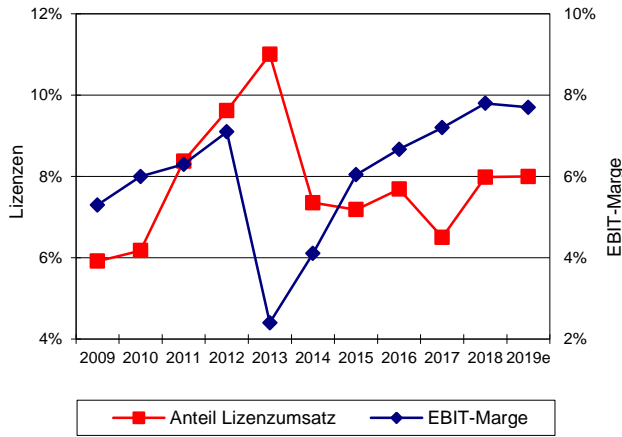
**Gj. 2018**



Quelle: Solventis Research, PSI AG

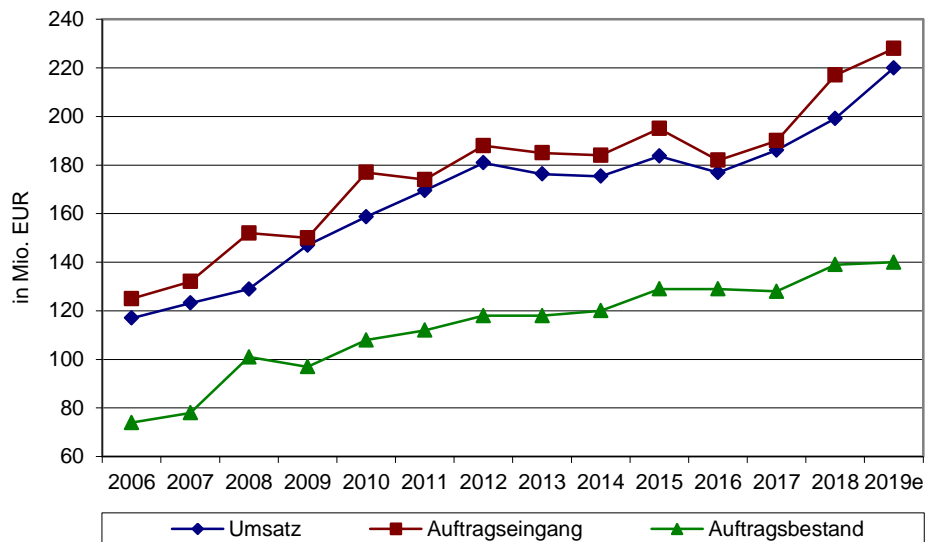
---

**PSI: Umsatzanteile und EBIT-Marge**



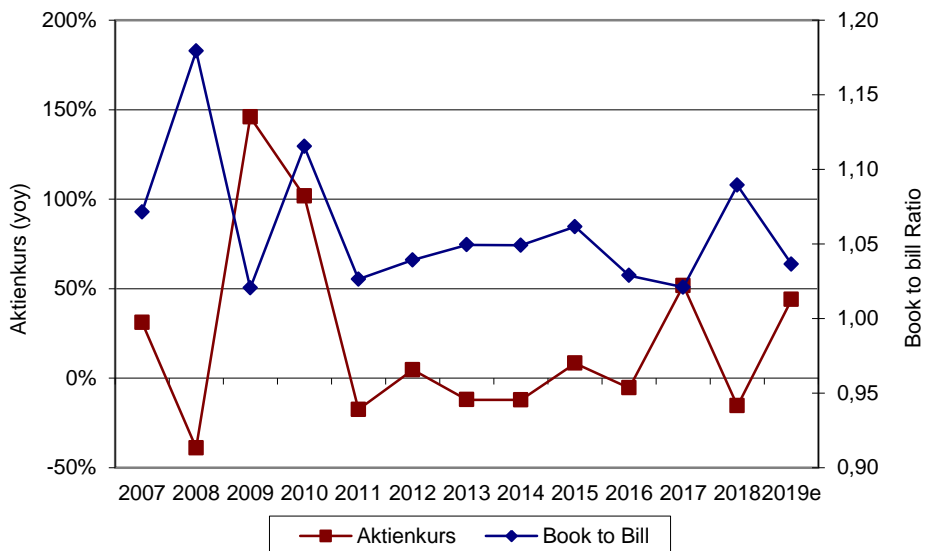
Quelle: Solventis Research, PSI AG

**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           |
|---|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| <b>Umsatz</b>                             | <b>199.156</b> | <b>7,0%</b>   | <b>220.067</b> | <b>10,5%</b>   | <b>237.673</b> | <b>8,0%</b>   | <b>249.556</b> | <b>5,0%</b>   |
| sonstige betriebliche Erträge             | 5.902          | 40,3%         | 5.649          | -4,3%          | 5.605          | -0,8%         | 5.441          | -2,9%         |
| Materialaufwand                           | 28.919         | 6,2%          | 31.955         | 10,5%          | 34.512         | 8,0%          | 36.238         | 5,0%          |
| <b>Rohergebnis nach GKV</b>               | <b>176.139</b> | <b>8,0%</b>   | <b>193.761</b> | <b>10,0%</b>   | <b>208.766</b> | <b>7,7%</b>   | <b>218.760</b> | <b>4,8%</b>   |
| Personalaufwand                           | 121.279        | 8,0%          | 134.013        | 10,5%          | 144.734        | 8,0%          | 151.971        | 5,0%          |
| Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)       | 4.611          | 6,0%          | 9.440          | 104,7%         | 9.594          | 1,6%          | 9.753          | 1,7%          |
| sonstige betriebliche Aufwendungen        | 34.799         | 5,4%          | 33.307         | -4,3%          | 33.046         | -0,8%         | 32.080         | -2,9%         |
| EBITDA                                    | 20.061         | 13,2%         | 26.440         | 31,8%          | 30.985         | 17,2%         | 34.709         | 12,0%         |
| EBITDA-Marge                              | 10,07%         | 0,6 pp        | 12,01%         | 1,9 pp         | 13,04%         | 1,0 pp        | 13,91%         | 0,9 pp        |
| <b>EBIT</b>                               | <b>15.450</b>  | <b>15,6%</b>  | <b>17.000</b>  | <b>10,0%</b>   | <b>21.391</b>  | <b>25,8%</b>  | <b>24.956</b>  | <b>16,7%</b>  |
| <b>EBIT-Marge</b>                         | <b>7,76%</b>   | <b>0,6 pp</b> | <b>7,73%</b>   | <b>-0,0 pp</b> | <b>9,00%</b>   | <b>1,3 pp</b> | <b>10,00%</b>  | <b>1,0 pp</b> |
| Erträge aus Beteiligungen                 | 134            | -5,6%         | 142            | 6,0%           | 142            | 0,0%          | 142            | 0,0%          |
| Zinserträge                               | 329            | 59,7%         | 284            | -13,7%         | 216            | -23,8%        | 258            | 19,3%         |
| Zinsaufwand                               | 1.390          | 16,9%         | 1.480          | 6,5%           | 1.406          | -5,0%         | 1.336          | -5,0%         |
| Finanzergebnis                            | -927           | 10,2%         | -1.054         | -13,7%         | -1.048         | 0,6%          | -936           | 10,7%         |
| <b>Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)</b>   | <b>14.523</b>  | <b>16,0%</b>  | <b>15.946</b>  | <b>9,8%</b>    | <b>20.343</b>  | <b>27,6%</b>  | <b>24.020</b>  | <b>18,1%</b>  |
| EBT-Marge                                 | 7,29%          | 0,6 pp        | 7,25%          | -0,0 pp        | 8,56%          | 1,3 pp        | 9,63%          | 1,1 pp        |
| Steuern                                   | 3.938          | 30,1%         | 3.987          | 1,2%           | 5.086          | 27,6%         | 6.245          | 22,8%         |
| Steuerquote                               | 27,12%         | 2,9 pp        | 25,00%         | -2,1 pp        | 25,00%         | 0,0 pp        | 26,00%         | 1,0 pp        |
| <b>Konzernjahresüberschuss</b>            | <b>10.585</b>  | <b>11,5%</b>  | <b>11.960</b>  | <b>13,0%</b>   | <b>15.257</b>  | <b>27,6%</b>  | <b>17.775</b>  | <b>16,5%</b>  |
| Anzahl Aktien                             | 15,70          | 0,4%          | 15,70          | 0,0%           | 15,70          | 0,0%          | 15,70          | 0,0%          |
| <b>Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)</b> | <b>0,67</b>    | <b>11,1%</b>  | <b>0,76</b>    | <b>13,0%</b>   | <b>0,97</b>    | <b>27,6%</b>  | <b>1,13</b>    | <b>16,5%</b>  |

Quelle: Solventis Research, PSI AG

**PSI: Bilanz (in Tsd. €)**

|   | 2018           | yoy          | 2019e          | yoy          | 2020e          | yoy          | 2021e          | yoy          |
|---|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|
| <b>Aktiva</b>                                   |                |              |                |              |                |              |                |              |
| Kassenbestand                                   | 44.579         | 16,9%        | 48.376         | 8,5%         | 58.893         | 21,7%        | 69.218         | 17,5%        |
| 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%         |
| <b>Summe Umlaufvermögen</b>                     | <b>127.787</b> | <b>9,7%</b>  | <b>139.720</b> | <b>9,3%</b>  | <b>157.086</b> | <b>12,4%</b> | <b>172.036</b> | <b>9,5%</b>  |
| Sachanlagen                                     | 37.075         | 195,9%       | 36.635         | -1,2%        | 32.658         | -10,9%       | 28.691         | -12,1%       |
| 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%         |
| <b>Summe Anlagevermögen</b>                     | <b>104.367</b> | <b>34,6%</b> | <b>103.927</b> | <b>-0,4%</b> | <b>99.950</b>  | <b>-3,8%</b> | <b>95.983</b>  | <b>-4,0%</b> |
| <b>Bilanzsumme</b>                              | <b>232.154</b> | <b>19,7%</b> | <b>243.647</b> | <b>5,0%</b>  | <b>257.037</b> | <b>5,5%</b>  | <b>268.018</b> | <b>4,3%</b>  |
| <b>Passiva</b>                                  |                |              |                |              |                |              |                |              |
| 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%        | -12.033        | 39,2%        | -2.116         | 82,4%        | 9.437          | 546,0%       |
| Kumuliertes übriges comprehensive income        | 31.115         | 29,0%        | 31.377         | 0,8%         | 32.531         | 3,7%         | 33.412         | 2,7%         |
| <b>Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz</b> | <b>86.630</b>  | <b>7,9%</b>  | <b>94.665</b>  | <b>9,3%</b>  | <b>105.737</b> | <b>11,7%</b> | <b>118.171</b> | <b>11,8%</b> |
| <b>Langfristige Schulden</b>                    |                |              |                |              |                |              |                |              |
| Pensionsrückstellungen                          | 51.284         | 1,5%         | 51.797         | 1,0%         | 52.315         | 1,0%         | 52.838         | 1,0%         |
| Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen      | 23.483         | n.m.         | 19.187         | -18,3%       | 14.891         | -22,4%       | 10.595         | -28,8%       |
| Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern         | 4.797          | 37,3%        | 5.301          | 10,5%        | 5.725          | 8,0%         | 6.011          | 5,0%         |
| <b>Summe langfristige Schulden</b>              | <b>79.564</b>  | <b>47,2%</b> | <b>76.285</b>  | <b>-4,1%</b> | <b>72.931</b>  | <b>-4,4%</b> | <b>69.444</b>  | <b>-4,8%</b> |
| <b>Kurzfristige Schulden</b>                    |                |              |                |              |                |              |                |              |
| 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%         | 1.795          | 0,0%         | 0              | -100,0%      |
| Sonstige Verbindlichkeiten                      | 31.194         | 6,8%         | 34.469         | 10,5%        | 37.227         | 8,0%         | 39.088         | 5,0%         |
| <b>Summe Kurzfristige Schulden</b>              | <b>65.960</b>  | <b>10,5%</b> | <b>72.697</b>  | <b>10,2%</b> | <b>78.370</b>  | <b>7,8%</b>  | <b>80.403</b>  | <b>2,6%</b>  |
| <b>Bilanzsumme</b>                              | <b>232.154</b> | <b>19,7%</b> | <b>243.647</b> | <b>5,0%</b>  | <b>257.037</b> | <b>5,5%</b>  | <b>268.018</b> | <b>4,3%</b>  |

Quelle: Solventis Research, PSI AG

**PSI: DCF-Modell (in Tsd. €)**

|                                    | <b>2018</b>    | <b>2019e</b> | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | <b>2023e</b> | <b>Terminal Value</b> |
|------------------------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------------|
| <b>Umsatz</b>                      | 199.156        | 220.067      | 237.673      | 249.556      | 257.043      | 262.184      |                       |
| <b>Veränderung in %</b>            | 7,0%           | 10,5%        | 8,0%         | 5,0%         | 3,0%         | 2,0%         |                       |
| <b>EBITDA</b>                      | 20.061         | 26.440       | 30.985       | 34.709       | 38.192       | 41.548       |                       |
| <b>EBITDA-Marge</b>                | 10,1%          | 12,0%        | 13,0%        | 13,9%        | 14,9%        | 15,8%        |                       |
| <b>EBIT</b>                        | 15.450         | 17.000       | 21.391       | 24.956       | 28.275       | 31.462       |                       |
| <b>EBIT-Marge</b>                  | 7,8%           | 7,7%         | 9,0%         | 10,0%        | 11,0%        | 12,0%        |                       |
| <b>NOPLAT</b>                      | 11.261         | 12.750       | 16.043       | 18.467       | 20.641       | 22.653       | 26.322                |
| <b>Reinvestment Rate</b>           | 26,1%          | 66,9%        | 26,5%        | 16,2%        | 10,3%        | 8,2%         | 13,9%                 |
| <b>FCFF</b>                        | 8.323          | 4.220        | 11.789       | 15.482       | 18.513       | 20.793       | 394.199               |
| <b>WACC</b>                        | 4,2%           | 4,2%         | 4,2%         | 4,2%         | 4,2%         | 4,2%         | 6,75%                 |
| <b>Kumuliertes WACC</b>            |                | 104,2%       | 108,5%       | 113,1%       | 117,8%       | 122,8%       | 131,07%               |
| <b>Barwerte der FCFF</b>           |                | 4.051        | 10.863       | 13.691       | 15.711       | 16.935       | 300.755               |
| <b>Summe Barwerte FCFF</b>         | <b>61.250</b>  |              |              |              |              |              |                       |
| <b>Barwert Terminal Value</b>      | <b>300.755</b> |              |              |              |              |              |                       |
| <b>in % des Unternehmenswertes</b> | 83,1%          |              |              |              |              |              |                       |
| <b>Wert des Unternehmens</b>       | <b>362.005</b> |              |              |              |              |              |                       |
| <b>Netto-Finanzschulden</b>        | 8.500          |              |              |              |              |              |                       |
| <b>Wert Verlustvortrag</b>         | 0,0            |              |              |              |              |              |                       |
| <b>Minderheiten</b>                | 0,0            |              |              |              |              |              |                       |
| <b>Beteiligungen</b>               | 0,0            |              |              |              |              |              |                       |
| <b>Wert des Eigenkapitals</b>      | <b>353.505</b> |              |              |              |              |              |                       |
| <b>Wert pro Aktie</b>              | <b>22,52</b>   |              |              |              |              |              |                       |

Quelle: Solventis Research

### 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: **05.11.2019, 09:00 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **05.11.2019, 09:30 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 |
|------------------------|---------------|--------------|----------|---------------------------------------|----------------------|
| 07.11.18               | Klaus Scholte | Kaufen       | 21,00 €  | 16,00 €                               | 12 Monate            |
| 28.03.19               | Klaus Scholte | Kaufen       | 22,60 €  | 17,00 €                               | 12 Monate            |
| 31.07.19               | Klaus Scholte | Kaufen       | 22,60 €  | 16,95 €                               | 12 Monate            |

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

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

Weder die Solventis Beteiligungen GmbH, noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person (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; Nico Löchner, Junior-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 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.**