

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

Marge wird durch die Integration der BTC temporär belastet

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	22,60 € (22,60 €)
Kurs (30.07.2019)	16,95 €
ISIN	DE000A0Z1JH9
Marktkapitalisierung (Mio. €)	266,1
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	17,6	21,4	25,0
EBIT-Marge	7,8%	8,0%	9,0%	10,0%
EBITDA (Mio. €)	20,1	27,0	31,0	34,7
EBITDA-Marge	10,1%	12,3%	13,0%	13,9%
Ergebnis je Aktie (€)	0,67	0,79	0,97	1,13
Dividende je Aktie (€)	0,25	0,28	0,34	0,40
Buchwert je Aktie (€)	5,52	6,06	6,75	7,55
KGW	23,2	21,4	17,4	15,0
Kurs/Buchwert	2,84	2,80	2,51	2,25
EV/EBIT	18,0	16,4	12,9	10,4
EV/EBITDA	13,8	10,7	8,9	7,5
EV/Umsatz	1,39	1,31	1,16	1,04
Dividendenrendite	1,6%	1,6%	2,0%	2,3%

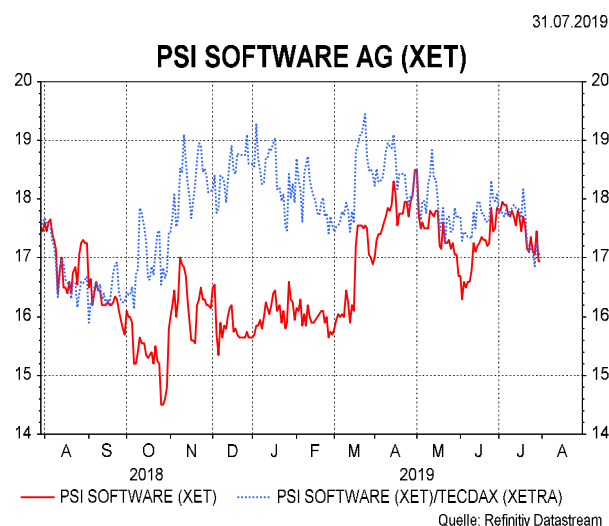
PSI kann den Wachstumstrend fortsetzen. Der Umsatz stieg zum Halbjahr um 12,8% auf 106,6 Mio. €. Ohne die zum 1. Januar 2019 übernommene BTC Smart Grid lag das Umsatzwachstum bei 9,3%. Einmalkosten in Höhe von 1,8 Mio. € entfielen auf Unterauslastung und Integration der BTC. Vor diesem Hintergrund legte das EBIT um 5,3% auf 6,5 Mio. € unterproportional zu. Im zweiten Halbjahr sollte sich der Aufwand aus der BTC-Integration deutlich verringern. Das EPS nahm im H1'2019 um 0,01 € auf 0,28 € zu. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung für die PSI-Aktie und lassen unser Kursziel bei 22,60 €.

Der Auftragseingang verzeichnete im H1'19 mit 142 Mio. € (Vj. 135 Mio. €) einen neuen Rekordwert. Davon kamen 5,9 Mio. € von der BTC. Die gute Entwicklung beim Auftragseingang wirkte sich auch positiv auf den Auftragsbestand aus, welcher am 30.06. bei 171 Mio. € (Vj. 165 Mio. €) lag.

Durch die erstmalige Anwendung des Standards IFRS 16 verlängerte sich die Bilanz zum 30.06. um rund 21 Mio. €. Die Leasingaufwendungen sind nun nicht mehr in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen enthalten, sondern werden auf die Abschreibungen der Nutzungsrechte (2,3 Mio. €) und den Zinsaufwand (0,3 Mio. €) verteilt.

Mit Wirkung zum 01. Mai 2019 wurde die polnische BTC Business Technology Consulting mit 29 Mitarbeitern übernommen. Die Transaktion ist Teil des am 21.11.2018 verkündeten Erwerbs der BTC Business Technology Consulting AG. Der Kaufpreis wird sich vorbehaltlicher marktüblicher Anpassungen auf rund 1 Mio. € belaufen. Die Gesellschaft erzielt einen jährlichen Umsatz von rund 3 Mio. € und ist profitabel.

PSI bestätigte die Prognose, wonach der Umsatz um 10% auf 220 Mio. € und das EBIT auf rund 17 Mio. € zulegen sollen. Zur Erreichung des EBIT-Ziels soll insbesondere eine weitere Steigerung der margenstarken Lizenz-, Wartungs-, Upgrade-, und Cloudumsätze beitragen. Traditionell ist bei PSI das Q4 am stärksten. Wir sehen das Unternehmen auf einem guten Weg, die Guidance zu erreichen.



Beide Segmente zeigen dynamisches Umsatzwachstum

Das Segment Energiemanagement steigerte die Umsatzerlöse um 13,4% auf 53,2 Mio. €. (Vj. 46,9 Mio. €). Das Umsatzwachstum in Q2 lag mit 14,1% über den 12,7% des ersten Quartals. Der von BTC übernommene Smart-Grid-Bereich trug 3,3 Mio. € zum Umsatz bei. Die EBIT-Marge ging leicht auf 4,6% (Vj. 5,1%) zurück. Das EBIT blieb mit 2,5 Mio. € exakt auf Vorjahresniveau.

Der Rückgang der EBIT-Marge ist durch die Integrationskosten in Höhe von 1,8 Mio. € zu erklären, die höher ausfielen als ursprünglich erwartet. PSI beschleunigt nun die Eingliederung, um den Prozess früher abschließen zu können. Für das dritte Quartal rechnet die Gesellschaft mit Aufwendungen von wenigen hunderttausend Euro und im Q4 könnte bereits eine schwarze Null erreicht werden. In der Guidance von PSI sind die Integrationskosten berücksichtigt. Die Planabweichung ist bislang nicht so groß, als dass sie nicht kompensiert werden könnte.

Besonders erfreulich war die Entwicklung des Bereiches Gas- und Stromnetze. Im Bereich Gasnetze konnten Auftragseingang, Umsatz und Ergebnis durch das neue Upgrade-Subscription-Geschäft und die Erholung des Russlandgeschäfts erhöht werden. Beim Upgrade-Subscription-Geschäft handelt es sich um ein Abo-Modell, bei dem der Lizenznehmer eine jährliche fixe Gebühr zahlt. Während der Laufzeit erhält der Lizenznehmer regelmäßig kostenlose Upgrades, anstatt für diese extra zahlen zu müssen. Zudem profitierte der Bereich Öffentlicher Transport von der zunehmenden Zahl an Elektrobussen. Der Energiehandel und das Geschäft in Asien hingegen belasteten das Ergebnis.

Im Segment Produktionsmanagement legte der Umsatz von 47,6 Mio. € auf 53,4 Mio. € zu. Das entspricht einem Wachstum von 12,1%. Das EBIT erhöhte sich um 5,6% auf 4,5 Mio. €. Damit lag die EBIT-Marge mit 8,1% leicht unter dem Vorjahreswert. Die niedrigere EBIT-Marge ist auf ein margenschwächeres Q1 zurückzuführen, im zweiten Quartal erreichte die Marge 9,2% und lag damit über Q2'18 mit 8,6%. Im Bereich Metallerzeugung ist weiterhin eine Verunsicherung der europäischen Kunden zu spüren. Themen wie US-Zölle, Energiekosten und die CO2-Diskussion führten zu einer Zurückhaltung bei den Neuaufträgen. Positiv bei Auftragseingang, Umsatz und Ergebnis entwickelten sich die Bereiche Automotive, Industrie und Logistik.

Höheres Working Capital belastet Cashflow

Zum 30.06. ging der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit ggü. Vj. um 6,4 Mio. € auf -1,4 Mio. € zurück. Dazu trug hauptsächlich ein Anstieg der Forderungen um 9,7 Mio. € bei. Insgesamt erhöhte sich das Working Capital um 12,3 Mio. € nach 3,0 Mio. € im Vorjahr. Infolge der BTC-Übernahme (3,2 Mio. €) stiegen die Investitionen auf 5,7 Mio. € (Vj. 2,1 Mio. €). Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit verschlechterte sich auf -6,1 Mio. € (Vj. -5,3), bedingt durch IFRS 16. Daraus ergibt sich inkl. der im Mai gezahlten Dividende eine Veränderung der liquiden Mittel um -13,2 Mio. € auf 31,4 Mio. € (Vj. 35,8 Mio. €).

Bewertung

Nach Vorlage des Halbjahresberichts haben wir keine Veränderungen an unserem DCF-Modell vorgenommen. Wir bestätigen den fairen Wert und das Kursziel von 22,60 €.

Der **Peergroup-Vergleich** zeigt, dass sich die Bewertungsabschläge der PSI-Aktie in den letzten Wochen weiter vergrößert haben. Bei fast allen Bewertungsparametern wird PSI mit Abschlägen auf die Peers gehandelt. 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 30.07.2019	Währung	KGV 2018	KGV 2019e	KGV 2020e	EV/EBITDA 2019e	EV/EBITDA 2020e	EV/EBIT 2019e	EV/EBIT 2020e	Ebit- Marge 2019e	Ebit- Marge 2020e	Kurs/ Buchwert 2019e	Kurs/ Buchwert 2020e	EV/Sales 2019e	EV/Sales 2020e	Dividenden rendite 2019e
CENIT AG	11,65	EUR	18,7	14,0	12,1	5,8	5,2	9,0	7,6	6,0%	6,6%	2,7	2,5	0,5	0,5	6,0%
RIB Software SE	18,00	EUR	27,9	50,7	38,3	16,5	13,5	29,3	21,8	14,3%	16,0%	2,1	2,1	4,2	3,5	1,1%
GK Software SE	70,00	EUR	131,6	26,9	12,4	11,0	7,1	20,5	10,3	6,9%	12,0%	3,2	2,5	1,4	1,2	0,7%
AVEVA Group PLC	43,90	EUR	154,3	38,2	33,9	29,1	25,0	31,4	27,4	24,3%	26,2%	3,3	3,2	7,6	7,2	1,1%
Nemetschek SE	50,60	EUR	48,2	55,7	53,0	36,0	30,8	47,1	38,9	22,0%	23,2%	17,3	14,3	10,4	9,0	0,6%
init innovation in traffic systems	19,05	EUR	58,3	46,5	32,6	16,6	14,0	26,2	20,0	5,4%	6,8%	2,4	2,3	1,4	1,3	0,7%
Durchschnitt (ungewichtet)			73,2	38,7	30,4	19,1	15,9	27,3	21,0	13,2%	15,1%	5,2	4,5	4,3	3,8	1,7%
MEDIAN			53,2	42,3	33,2	16,5	13,8	27,7	20,9	10,6%	14,0%	2,9	2,5	2,8	2,4	0,9%
PSI Software AG*	16,95	EUR	23,2	21,6	18,0	9,7	8,2	13,4	10,8	7,9%	8,8%	2,8	2,5	1,1	1,0	1,6%
Abweichung vom Median			-56,5%	-49,0%	-45,7%	-41,2%	-40,8%	-51,8%	-48,1%	-25,2%	-37,2%	-5,4%	0,5%	-62,3%	-60,6%	77,6%

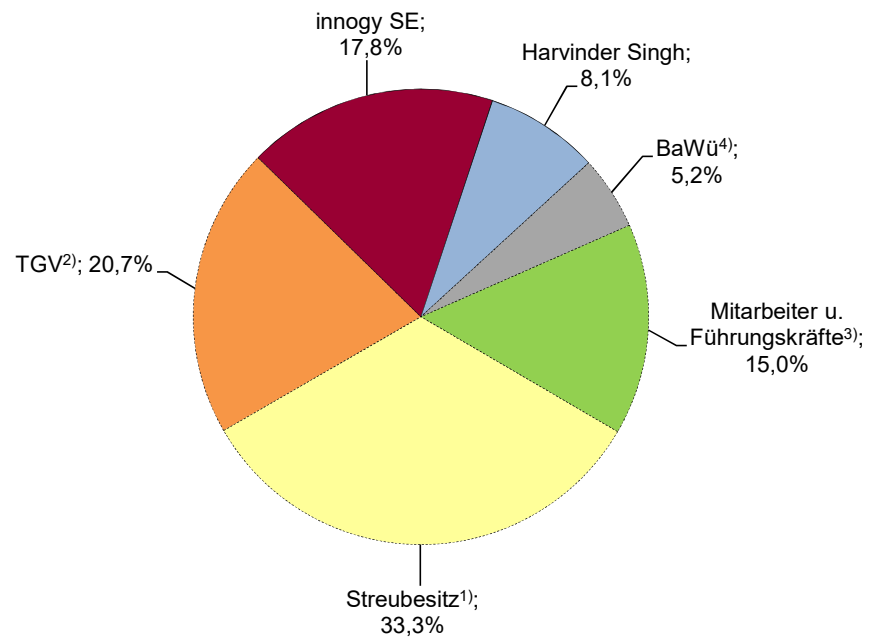
* PSI Zahlen sind Konsens-Schätzungen

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. Schrimpf 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. Schrimpf 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

- 30.10.2019: Veröffentlichung der 9M'Zahlen
- 25.-27.11.2019: Eigenkapitalforum

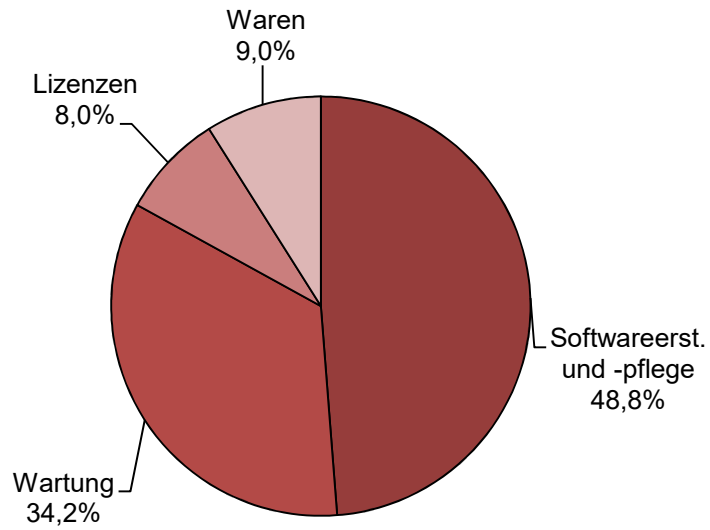
PSI: Segmente

<i>in Mio. €</i>	Energie- management			Produktions- management			Überleitung		PSI- Konzern		
	H1'2019	H1'2018	ggü. Vorjahr	H1'2019	H1'2018	ggü. Vorjahr	H1'2019	H1'2018	H1'2019	H1'2018	ggü. Vorjahr
Umsatzerlöse											
Umsätze mit Fremden	53,212	46,922	13,4%	53,420	47,649	12,1%	0,000	0,000	106,632	94,571	13%
Umsätze mit anderen Segmenten	1,443	1,301	11%	4,810	4,209	14%	-6,253	-5,510	0,000	0,000	n.m.
Umsätze gesamt	54,655	48,223	13,3%	58,230	51,858	12,3%	-6,253	-5,510	106,632	94,571	13%
EBITDA	4,910	3,553	38%	6,874	5,261	31%	-0,375	-0,521	11,409	8,293	38%
Abschreibungen	-2,263	-1,072	-111%	-2,158	-0,755	-186%	-0,132	-0,038	-4,553	-1,865	-144%
EBITA	2,647	2,481	7%	4,716	4,506	5%	-0,507	-0,559	6,856	6,428	7%
Abschreibungen aus Kaufpreisallokation	-0,147	-0,015	-880%	-0,231	-0,260	11%	0,000	0,000	-0,378	-0,275	-37%
EBIT	2,500	2,466	1%	4,485	4,246	6%	-0,507	-0,559	6,478	6,153	5%
Finanzergebnis	-0,144	-0,090	-60%	-0,290	-0,071	-308%	0,000	0,000	-0,434	-0,161	-170%
Ergebnis vor Steuern	2,356	2,376	-1%	4,195	4,175	0%	-0,507	-0,559	6,044	5,992	1%
EBITDA-Marge	9,0%	7,4%		11,8%	10,1%				10,7%	8,8%	
EBITA-Marge	4,8%	5,1%		8,1%	8,7%				6,4%	6,8%	
EBIT-Marge	4,6%	5,1%		7,7%	8,2%				6,1%	6,5%	

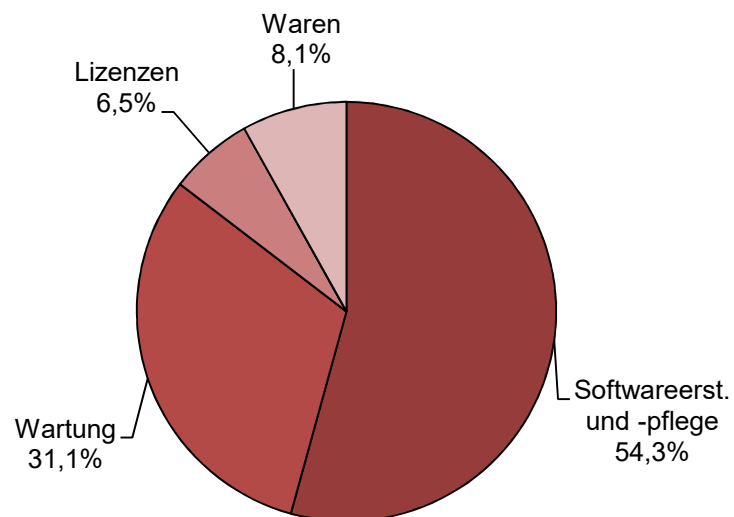
Quelle: Solventis Research, PSI AG

PSI: Zusammensetzung Umsatz

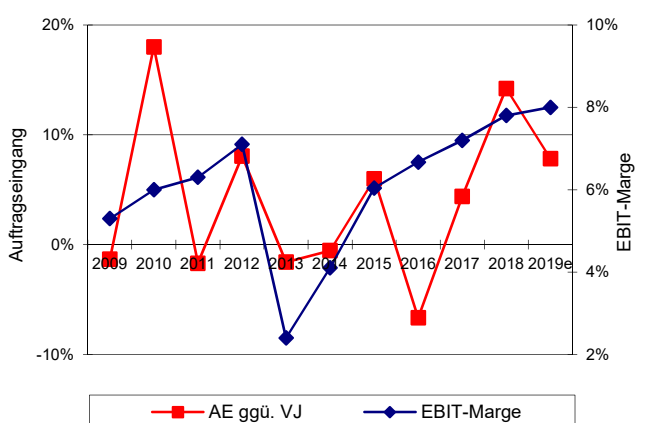
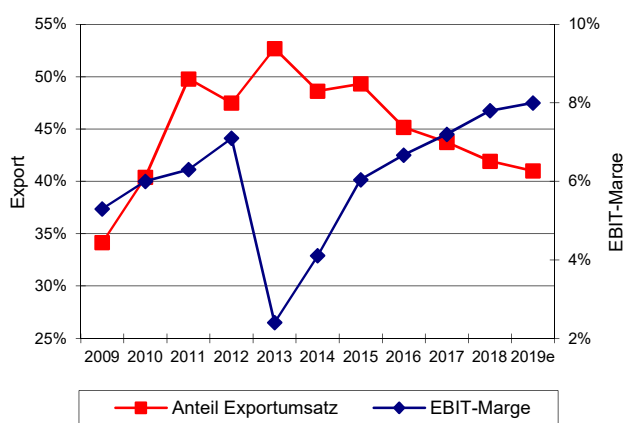
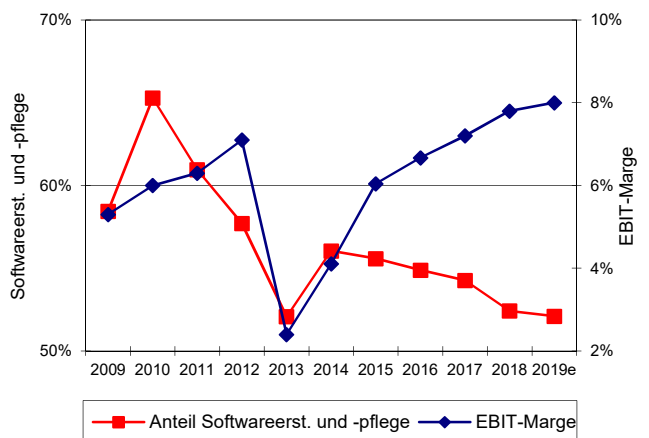
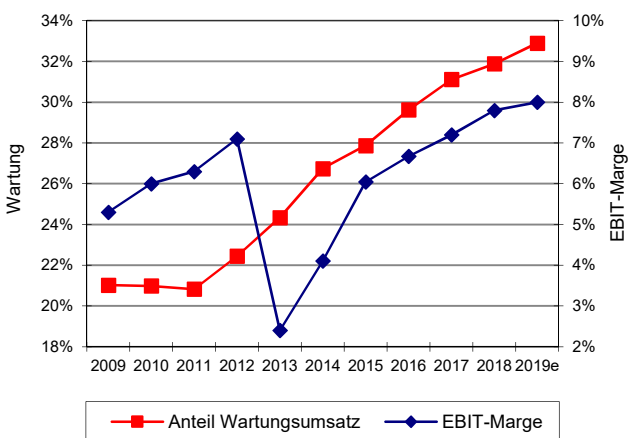
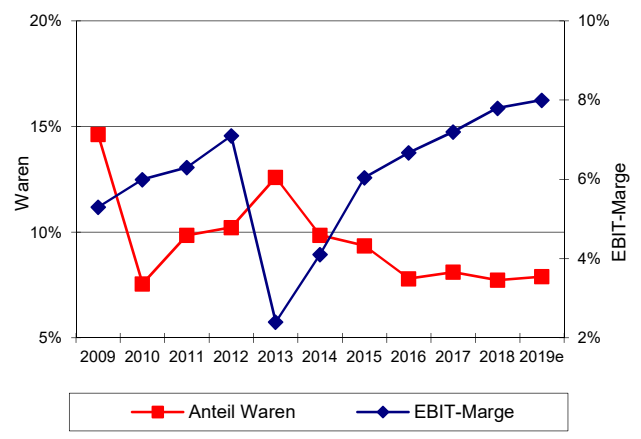
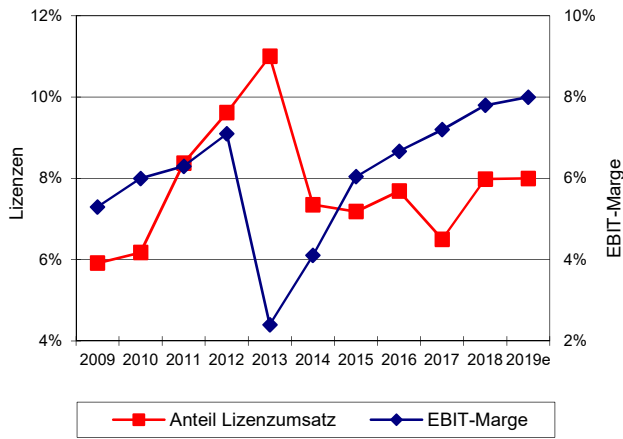
H1'2019



Gj. 2018

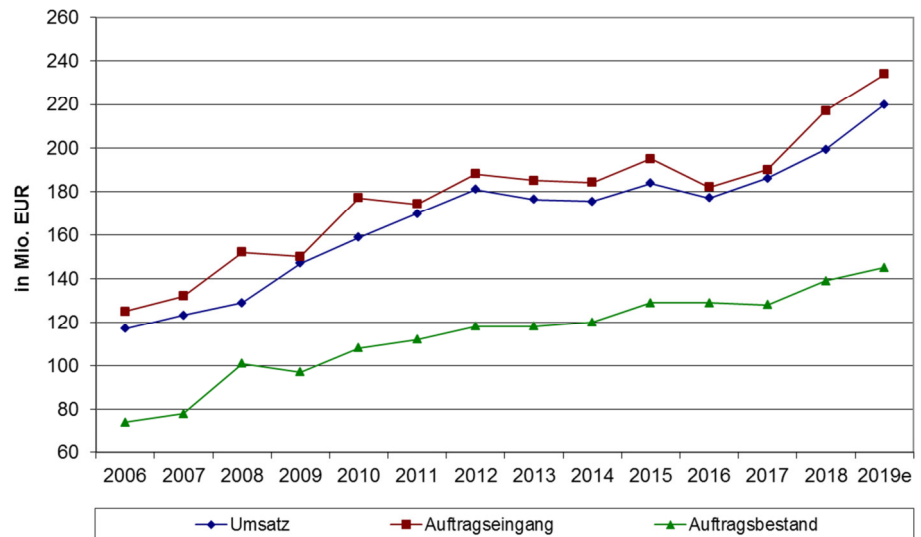


PSI: Umsatzanteile und EBIT-Marge



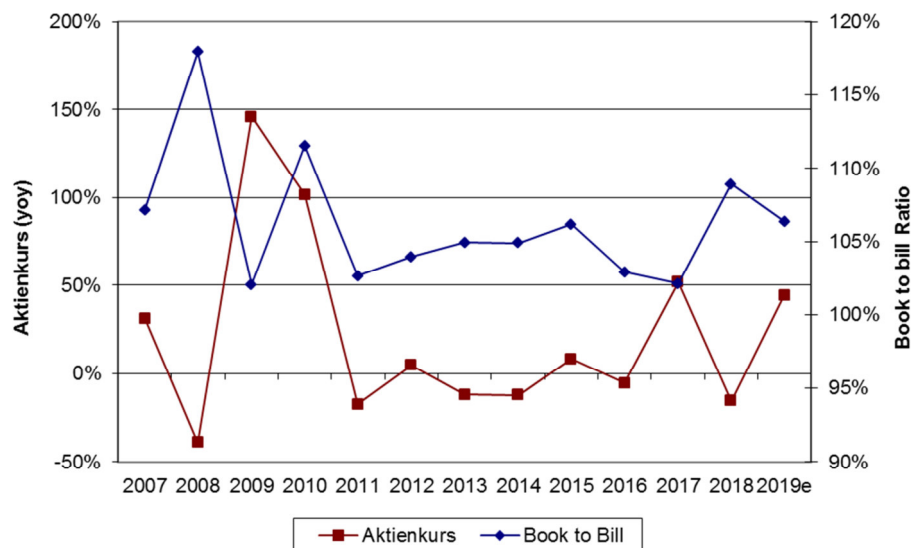
Quelle: Solventis Research, PSI AG

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. €)

	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%	5.525	-6,4%	5.605	1,4%	5.441	-2,9%
Materialaufwand	28.919	6,2%	31.955	10,5%	34.512	8,0%	36.238	5,0%
Rohergebnis nach GKV	176.139	8,0%	193.637	9,9%	208.766	7,8%	218.760	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%	9.440	104,7%	9.594	1,6%	9.753	1,7%
sonstige betriebliche Aufwendungen	34.799	5,4%	32.579	-6,4%	33.046	1,4%	32.080	-2,9%
EBITDA	20.061	13,2%	27.045	34,8%	30.985	14,6%	34.709	12,0%
EBITDA-Marge	10,07%	0,6 pp	12,29%	2,2 pp	13,04%	0,7 pp	13,91%	0,9 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%	284	-13,7%	220	-22,5%	262	18,8%
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%	-1.044	-1,0%	-932	-10,7%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	14.523	16,0%	16.551	14,0%	20.347	22,9%	24.023	18,1%
EBT-Marge	7,29%	0,6 pp	7,52%	0,2 pp	8,56%	1,0 pp	9,63%	1,1 pp
Steuern	3.938	30,1%	4.138	5,1%	5.087	22,9%	6.246	22,8%
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%	12.414	17,3%	15.260	22,9%	17.777	16,5%
Anzahl Aktien in Mio. Stück	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%	0,79	17,3%	0,97	22,9%	1,13	16,5%

Quelle: Solventis Research, PSI AG

PSI: Bilanz (in Tsd. €)

	2018	yoy	2019e	yoy	2020e	yoy	2021e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand	44.579	16,9%	49.780	11,7%	59.418	19,4%	70.468	18,6%
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%	141.124	10,4%	157.612	11,7%	173.285	9,9%
Sachanlagen	13.592	8,5%	35.685	-3,7%	31.708	-11,1%	27.741	-12,5%
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%	102.977	-1,3%	99.000	-3,9%	95.033	-4,0%
Bilanzsumme	208.671	7,6%	244.101	5,1%	256.612	5,1%	268.318	4,6%
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%	-11.738	-40,7%	-1.819	-84,5%	9.736	-635,2%
Kumuliertes übriges comprehensive income	31.115	29,0%	31.535	1,4%	32.532	3,2%	33.413	2,7%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	86.630	7,9%	95.119	9,8%	106.034	11,5%	118.471	11,7%
Langfristige Schulden								
Pensionsrückstellungen	51.284	1,5%	51.797	1,0%	52.315	1,0%	52.838	1,0%
Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen	0 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%
Summe langfristige Schulden	56.081	3,8%	76.285	-4,1%	72.931	-4,4%	69.444	-4,8%
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%	1.073	-40,2%	0	-100,0%
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%	77.647	6,8%	80.403	3,5%
Bilanzsumme	208.671	7,6%	244.101	5,1%	256.612	5,1%	268.318	4,6%

Quelle: Solventis Research, PSI AG

PSI: DCF-Modell (in Tsd. €)

	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Terminal Value
Umsatz	199.156	220.067	237.673	249.556	257.043	262.184	
Veränderung in %	7,0%	10,5%	8,0%	5,0%	3,0%	2,0%	
EBITDA	20.061	27.045	30.985	34.709	38.192	41.548	
EBITDA-Marge	10,1%	12,3%	13,0%	13,9%	14,9%	15,8%	
EBIT	15.450	17.605	21.391	24.956	28.275	31.462	
EBIT-Marge	7,8%	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	12,0%	
NOPLAT	11.261	13.204	16.043	18.467	20.641	22.653	26.322
Reinvestment Rate	26,1%	57,4%	26,5%	16,2%	10,3%	8,2%	13,9%
FCFF	8.323	5.624	11.789	15.482	18.513	20.793	394.199
WACC	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	6,75%
Kumuliertes WACC		104,2%	108,5%	113,1%	117,8%	122,8%	131,08%
Barwerte der FCFF		5.399	10.862	13.690	15.710	16.933	300.728
Summe Barwerte FCFF	62.593						
Barwert Terminal Value	300.728						
in % des Unternehmenswertes	82,8%						
Wert des Unternehmens	363.321						
Netto-Finanzschulden	8.500						
Wert Verlustvortrag	0,0						
Minderheiten	0,0						
Beteiligungen	0,0						
Wert des Eigenkapitals	354.821						
Wert pro Aktie	22,60						

Quelle: Solventis Research

Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach § 34b WpHG, Finanzanalyseverordnung und EU-Marktmissbrauchsverordnung (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: **31.07.2019, 14:15 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
31.07.18	17,50	Kaufen	21,00
07.11.18	16,00	Kaufen	21,00
28.03.19	17,00	Kaufen	22,60
31.07.19	16,95	Kaufen	22,60

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.07.18 - 30.06.19)	in %	Auftrags- research	in %
Kaufen	50 92,6%	44	81,5%
Halten	4 7,4%	4	7,4%
Verkaufen	0 0,0%	0	0,0%
Insgesamt	54 100,0%	48	88,9%

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; Dennis Watz, 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

Einzelemittenten: Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u. a. DCF-Methode und Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Wert des Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinnten 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.