

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

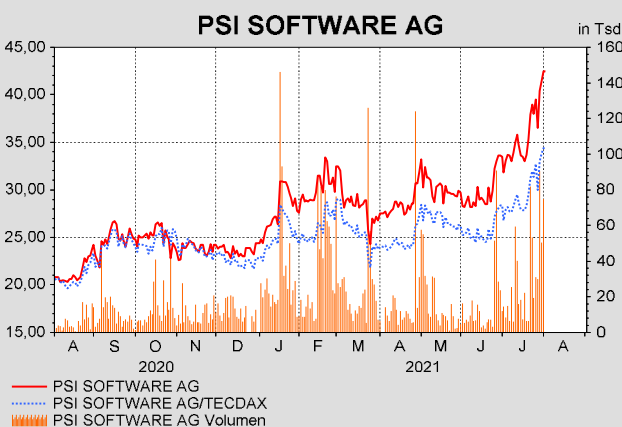
Nach starkem H1'2021 nimmt PSI die Ziele für 2021 hoch

Halten (Halten)

Kursziel	39,10 € (31,25 €)
Kurspotenzial	-8,0%
Kurs (02.08.2021)	42,50 €
ISIN	DE000A0Z1JH9
Marktkapitalisierung	667 Mio. €
Anzahl Aktien	15,7 Mio.
Marktsegment	Prime Standard
Homepage	www.psi.de

Kennzahlen und Prognosen

	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz (Mio. €)	217,8	240,0	263,0	276,2
EBITDA (Mio. €)	27,2	35,9	41,1	45,7
EBITDA-Marge	12,5%	15,0%	15,6%	16,6%
EBIT (Mio. €)	14,9	24,0	28,9	33,1
EBIT-Marge	6,9%	10,0%	11,0%	12,0%
Ergebnis je Aktie (€)	0,65	1,07	1,30	1,50
Dividende je Aktie (€)	0,30	0,35	0,40	0,45
Buchwert je Aktie (€)	6,39	7,16	8,11	9,20
EV/Umsatz	1,92	2,86	2,55	2,35
EV/EBITDA	15,4	19,1	16,3	14,2
EV/EBIT	28,0	28,6	23,1	19,6
KGV	37,3	39,8	32,8	28,4
Dividendenrendite	1,2%	0,8%	0,9%	1,1%
Kurs/Buchwert	3,82	5,94	5,24	4,62



Finanzkalender

- 29.10.2021: Bericht zum 3. Quartal 2021
- 22.-24.11.2021: Deutsches Eigenkapitalforum

PSI überzeugte im H1'2021 mit einem Umsatzwachstum von 11,7% auf 117,1 Mio. € bei einem stark verbesserten EBIT von 10,1 Mio. € (+87,2% yoy). Das EPS wurde mit 0,45 € (Vj. 0,24 €) ausgewiesen. Treiber war vor allem das Segment Energiemanagement mit einem Umsatzplus von 15,4% und einem EBIT von 4,0 Mio. € (+65% yoy). Das Segment Produktionsmanagement zeigte eine Umsatzzunahme um 7,5% auf 53,0 Mio. € bei einem EBIT von 6,7 Mio. € (+80% yoy). Die höhere Profitabilität im Vergleich zum Energiemanagement erklärt sich im Wesentlichen damit, dass die Produkte bereits vollständig auf die Konzernplattform migriert sind. Der Vorstand stellt nun für das Gesamtjahr ein Umsatzwachstum von mind. 10% nach mind. 5% in Aussicht. Das bisherige EBIT-Ziel von mehr als 20 Mio. € wird übertroffen. Es wird mit den Aufträgen aus Q3'2021 konkretisiert. Auf Basis des DCF-Modells, das nun Hyperskalierungseffekte berücksichtigt, ergibt sich ein deutlich höheres Kursziel von 39,10 € nach 31,25 €. Wir bestätigen unsere Halten-Empfehlung.

Der Auftragseingang legte im H1'2021 um 3,5% auf 146 Mio. € zu. Der Auftragsbestand war mit 174 Mio. € nach 176 Mio. € im Vorjahr leicht rückläufig. Wir gehen davon aus, dass der Auftragseingang im H2'2021 an Dynamik gewinnen wird. Dafür sprechen u.a. zahlreiche Voranfragen aus den Industriebranchen Stahl und Auto. Nach der Duma-Wahl werden wieder mehr Aufträge von russischen Verteilnetzbetreibern erwartet. Die Book-to-Bill-Ratio zeigt mit 1,25 (Vj. 1,34) weiteres Wachstum an.

Die Software für Elektrobus-Depots verkauft sich weiterhin sehr gut. PSI hat Software zum Berechnen (PSIreko), Nachweisen (Blockchain) und Handeln (PSImarket) von CO2 Zertifikaten im Portfolio. Für diese Lösungen ist mit einer steigenden Nachfrage zu rechnen.

Im Okt. 2021 tritt der Redispatch 2.0 in Kraft, der zu hohem Bedarf nach Steuerungssoftware der Stromverteilnetzbetreiber beiträgt. Mit der zunehmenden Bedeutung von erneuerbaren Energien bei der Stromerzeugung wird der Bedarf nach Steuerungssoftware weltweit weiter wachsen. Hier entsteht für PSI ein großes Absatzpotenzial.

Während die EBIT-Marge im Segment **Produktionsmanagement** (Metall, Industrie, Logistik) ggü. Vj. um 5,1 Prozentpunkte von 7,5% auf 12,6% kletterte, ist sie im Segment **Energiemanagement** (Energienetze, Energiehandel, Personenverkehr) mit 6,2% (Vj. 4,3%) nur etwa halb so hoch. Durch mehr Gleichteileffekte und eine fortgesetzte Migration der Software auf die PSI-Plattform soll die Profitabilität im Energiemanagement angehoben werden.

Eine Order für die **Energie- und CO2-Handelssoftware** PSImarkt ging von einem Stahlhersteller ein. Mit einem brasilianischen Systemintegrator hat erstmals ein Partner der Stahlindustrie über den **App-Store** geordert. Damit wird von PSI-Kunden aus der Stahlindustrie der Weg eingeschlagen, der von Kunden in der Produktion und Logistik bereits erfolgreich erprobt wird.

Die Investitionen in die **B2B-Multicloud-Technologie** beginnen sich auszuzahlen. Die PSI-Software wird zunehmend über das Internet geordert und betrieben. Endnutzer können die Anpassungen an ihre spezifischen Bedürfnisse mit Hilfe von Tools vielfach selbst vornehmen, weil die Anpassungen einfach und intuitiv durchzuführen sind. PSI hat in den letzten Jahren die technologischen Voraussetzungen geschaffen, um **Hyperskalierungseffekte**¹ zu realisieren. Zwei Drittel der PSI-Kunden verwenden bereits Software, die dafür geeignet ist.

Die Anzahl der Mitarbeiter belief sich zum 30.06.2021 auf 2.145. Das sind 150 oder 7,5% mehr als zum 30.06.2020. Der **Umsatz je Mitarbeiter** stieg im H1'2021 ggü. Vorjahr um 2 Tsd. € auf 54,6 Tsd. €.

2021 sollen unverändert 30 Mio. € in den **Cloud- und Web-Rollout** der Konzernplattform und die **Funktionalität** der Energie- und Verkehrswende fließen.

Der **Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit** ermäßigte sich im H1'2021 auf 11,3 Mio. € (Vj. 19,4 Mio. €). Während im Vorjahr 8,7 Mio. € aus den Working Capital (WC) freigesetzt werden konnten, wurden im H1'2021 im Kontext des kräftigen Wachstums 3,6 Mio. € im WC gebunden. Besonders ausgeprägt war der Swing bei den Forderungen aus LL sowie aus langfristiger Auftragsfertigung von +2,3 Mio. € im H1'2020 auf -13,0 Mio. € im H1'2021.

Der **Cashflow aus der Investitionstätigkeit** belastet mit -2,5 Mio. € im H1'2021 etwas mehr als im Vorjahr (-2,1 Mio. €). Insgesamt generierte PSI einen **Free Cashflow** von 8,9 Mio. € im H1'2021 nach 17,3 Mio. € im Vorjahr.

Der **Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit** beanspruchte mit -4,0 Mio. € im H1'2021 etwas weniger Liquidität als im Vorjahr (-4,3 Mio. €). Für die Dividende flossen 3,9 Mio. € mehr ab als im H1'2020. Andererseits wurden Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 4,0 Mio. € aufgenommen nach einer Tilgung von 0,4 Mio. € im Vorjahr.

Der **Finanzmittelfonds** erhöhte sich im Verlauf von H1'2021 um 4,9 Mio. € auf 45,4 Mio. €. Zum 30.06.2020 hatte der Finanzmittelfonds 50,4 Mio. € betragen. PSI verfügt über genügend Mittel, um jederzeit kleinere Akquisitionen zu tätigen.

¹ Hyperscaler sind Unternehmen, die große Rechenzentren betreiben. Sie ermöglichen eine hohe Skalierbarkeit der Rechenleistung sowie der System- und Serverarchitektur, die für Cloud-Computing und Big-Data-Lösungen benötigt werden. Ein Großteil der PSI-Software ist für solche Architekturen optimiert.

Bewertung

Wir berücksichtigen die erhöhte Umsatz-Guidance des Vorstands (mind. +10%) in unserem DCF-Modell., indem wir unsere **Umsatzprognose** für 2021 auf 240 Mio. € anheben. Damit verschieben wir die Umsatzentwicklung bis in den Terminal Value (TV) nach oben. Die EBIT-Marge erreichte im H1'2021 gute 8,6% (Vj. 5,2%). Erfahrungsgemäß erwirtschaftet PSI im H2 eine deutlich höhere Marge. Wir halten ganzjährig nun 10% für erreichbar, d.h. 24 Mio. € EBIT in 2021. In den Folgejahren nehmen wir unsere Schätzung für die EBIT-Marge jeweils um 0,5 Prozentpunkte hoch. Um zumindest bei der Marge potenzielle **Hyperskalierungseffekte** einzufangen, haben wir die EBIT-Marge im TV auf 18% erhöht (bisher 14,5%). In der Detailplanungsphase belassen wir den **WACC** bei 5,3% (Beta 0,75) und im TV bei 6,2% (Beta 0,9). Die **Netto-Finanzschulden** berechnen wir anhand der Bilanz zum 30.06.2021, lassen allerdings die **Leasingverbindlichkeiten** (23,6 Mio. € = 1,51 € je Aktie) außen vor. In den Netto-Finanzschulden von 14,4 Mio. € sind unverändert die **Pensionsrückstellungen** in Höhe von 55,4 Mio. € enthalten. Sie entsprechen 3,53 € je Aktie.

Auf Basis unseres angepassten **DCF-Modells** erhalten wir einen **fairen Wert** für die PSI-Aktie von 39,09 € nach 31,27 €. Das Kursziel erhöhen wir auf 39,10 €. Es liegt etwa 8% unter dem Schlusskurs vom 02.08.2021 in Höhe von 42,50 €. Damit ist die PSI-Aktie weiterhin eine Halten-Position.

In den **Peergroup-Vergleich** haben wir zusätzlich SAP sowie neue Hyperskalierer wie ServiceNow, Salesforce, Workday und Atlassian aufgenommen. Der Konsens erwartet für PSI 2021, 2022 EBIT-Margen, die etwa halb so hoch sind wie die des Medians. Einzig EV/Sales zeigt noch höhere Abschläge. Bei den übrigen Multiples sind die Abschläge deutlich geringer. Einzig beim Kurs/Buchwert ist die PSI-Aktie aktuell teurer als der Median, wobei die Hyperskalierer teilweise das zig-Fache aufweisen. Relativ zur EBIT-Marge sehen die meisten Multiples von PSI nicht billig aus. Offensichtlich schaut der Markt bei PSI derzeit weit nach vorne.

PSI: Peergroup-Vergleich

Ticker	Kurs 02.08.2021	Währung	KGV 2020	KGV 2021e	KGV 2022e	EV/EBITDA 2021e	EV/EBITDA 2022e	EV/EBIT 2021e	EV/EBIT 2022e	Ebit- Marge 2021e	Ebit- Marge 2022e	Kurs/ Buchwert 2021e	Kurs/ Buchwert 2022e	EV/Sales 2021e	EV/Sales 2022e	Dividenden rendite 2021e
CENIT AG	14,95	EUR	32,0	24,9	19,0	7,1	5,0	13,3	8,9	4,7%	5,7%	2,1	1,9	0,6	0,5	2,2%
RIB Software SE	28,90	EUR	52,1	37,1	37,1	18,3	18,4	28,4	26,9	17,5%	17,6%	3,0	3,2	5,0	4,7	0,8%
GK Software SE	143,00	EUR	39,9	37,0	27,9	10,6	8,6	15,2	12,0	13,9%	14,5%	4,8	4,0	2,1	1,7	0,0%
AVEVA Group PLC	46,58	EUR	303,6	38,5	33,6	31,2	26,8	34,3	29,5	28,9%	30,4%	2,3	2,3	9,9	9,0	1,0%
Nemetschek SE	75,26	EUR	72,0	71,6	67,8	42,5	40,1	55,2	51,6	23,5%	22,8%	17,8	15,2	13,0	11,8	0,4%
init innovation in traffic systems SE	42,55	EUR	22,2	29,9	23,8	15,3	12,2	22,1	16,8	10,8%	11,7%	4,3	3,9	2,4	2,0	1,2%
ServiceNow Inc	492,68	EUR	940,5	101,6	81,3	61,2	49,1	80,7	63,2	24,3%	24,3%	27,8	19,4	19,6	15,4	0,0%
Salesforce.Com Inc	202,97	EUR	51,2	62,6	55,5	28,9	23,8	45,5	36,0	18,0%	18,7%	5,1	4,7	8,2	6,7	0,0%
Workday Inc	196,89	EUR	-190,9	80,5	66,1	45,4	37,9	58,3	46,8	18,8%	19,3%	14,1	11,7	11,0	9,1	0,0%
Atlassian Corporation PLC	271,83	EUR	-92,1	202,7	155,8	124,6	98,6	137,6	102,6	22,8%	24,5%	100,3	57,1	31,3	25,2	0,0%
SAP SE	121,30	EUR	27,9	21,7	23,5	16,7	16,4	19,8	18,8	28,7%	28,5%	4,4	4,1	5,7	5,4	1,6%
Durchschnitt (ungewichtet)			114,4	64,4	53,8	36,5	30,6	46,4	37,6	19,3%	19,8%	16,9	11,6	9,9	8,3	0,7%
MEDIAN			39,9	38,5	37,1	28,9	23,8	34,3	29,5	18,8%	19,3%	4,8	4,1	8,2	6,7	0,4%
PSI Software AG	42,50	EUR	37,2	41,5	34,7	18,7	16,4	29,2	24,1	9,4%	10,4%	6,1	5,5	2,7	2,5	0,9%
Abweichung vom Median			-6,8%	7,6%	-6,4%	-35,1%	-31,3%	-15,0%	-18,4%	-50,4%	-46,4%	26,6%	32,0%	-66,7%	-63,1%	105,5%

Quelle: Solventis Research, Refinitiv

Aktuell läuft ein **Aktienrückkaufprogramm** über bis zu 50.000 PSI-Aktien, die für die Beteiligung von Mitarbeitern bestimmt sind. Der Gesamtkaufpreis (ohne

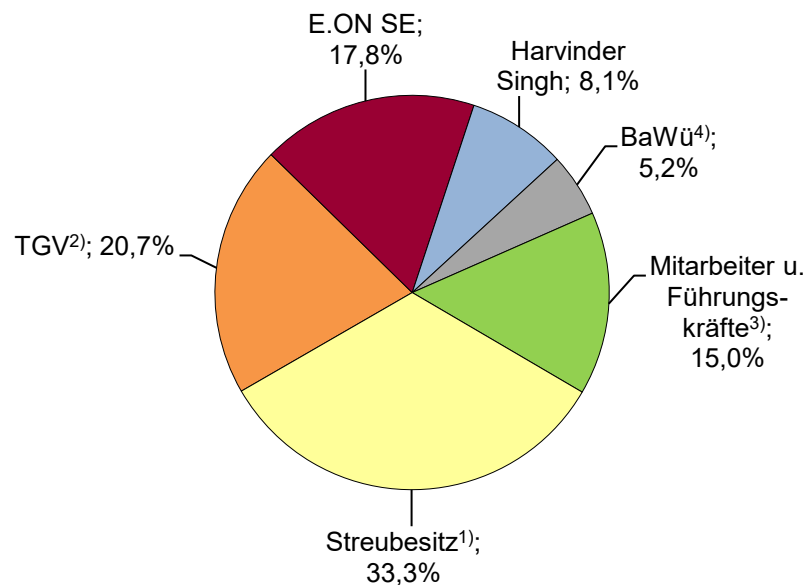
Erwerbsnebenkosten) beträgt bis zu 1,425 Mio. € oder 28,50 € je Aktie. Bislang wurden 5.647 Aktien mit einem Durchschnittspreis von knapp 28 € erworben. Zuletzt wurden Mitte Juni 165 PSI-Aktien mit einem Durchschnittspreis von 28,50 € gekauft.

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.

Mit fortschreitender Transformation hin zu einem Hyperskalierer könnte **PSI zum Ziel** großer Software-Häuser werden, die bezüglich der Hyperskalierungs-Technologie Nachholbedarf haben.

PSI: Aktionärsstruktur



1) Freefloat nach Deutscher Börse sind ~54%

2) TGV: Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

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

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

Quelle: Solventis Research, PSI AG

Kommender Newsflow

- 29.10.2021: Bericht zum 3. Quartal 2021
- 22.-24.11.2021: Deutsches Eigenkapitalforum

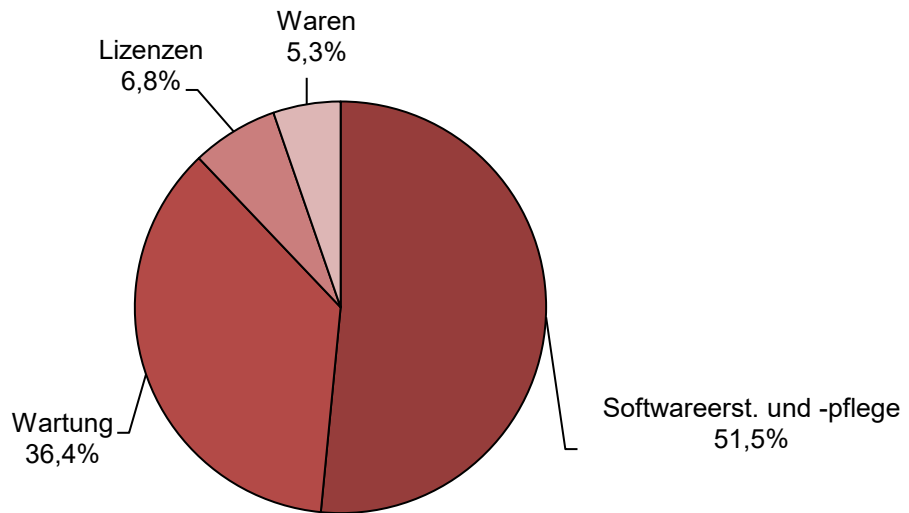
PSI: Segmente

	Energie- management			Produktions- management			Überleitung		PSI- Konzern		
	H1'2021	H1'2020	ggü. Vorjahr	H1'2021	H1'2020	ggü. Vorjahr	H1'2021	H1'2020	H1'2021	H1'2020	ggü. Vorjahr
<i>in Mio. €</i>											
Umsatzerlöse											
Umsätze mit Fremden	64,114	55,537	15,4%	53,003	49,316	7,5%	0,000	0,000	117,117	104,853	11,7%
Umsätze mit anderen Segmenten	1,705	1,490	14,4%	7,653	6,432	19,0%	-9,358	-7,922	0,000	0,000	n.m.
Umsätze gesamt	65,819	57,027	15,4%	60,656	55,748	8,8%	-9,358	-7,922	117,117	104,853	11,7%
EBITDA	7,199	5,232	37,6%	9,721	6,541	48,6%	-0,467	-0,633	16,453	11,140	47,7%
Abschreibungen	-2,854	-2,708	-5,4%	-2,784	-2,580	-7,9%	-0,050	-0,071	-5,688	-5,359	-6,1%
EBITA	4,345	2,524	72,1%	6,937	3,961	75,1%	-0,517	-0,704	10,765	5,781	86,2%
Abschreibungen aus Kaufpreisallokation	-0,386	-0,122	-216,4%	-0,246	-0,246	0,0%	0,000	0,000	-0,632	-0,368	-71,7%
EBIT	3,959	2,402	64,8%	6,691	3,715	80,1%	-0,517	-0,704	10,133	5,413	87,2%
Finanzergebnis	-0,357	-0,161	-121,7%	-0,114	-0,153	25,5%	-0,036	0,000	-0,507	-0,314	-61,5%
Ergebnis vor Steuern	3,602	2,241	60,7%	6,577	3,562	84,6%	-0,553	-0,704	9,626	5,099	88,8%
EBITDA-Marge	10,9%	9,2%		16,0%	11,7%				14,0%	10,6%	
EBITA-Marge	6,6%	4,4%		11,4%	7,1%				9,2%	5,5%	
EBIT-Marge	6,0%	4,2%		11,0%	6,7%				8,7%	5,2%	

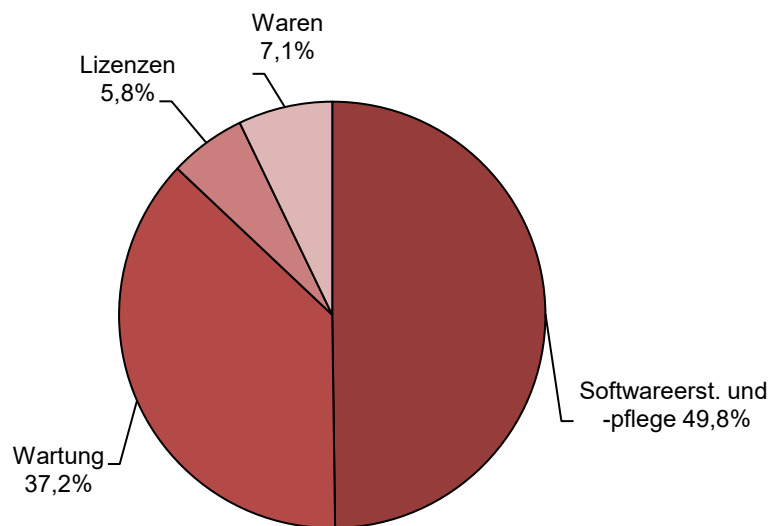
Quelle: Solventis Research, PSI AG

PSI: Zusammensetzung Umsatz

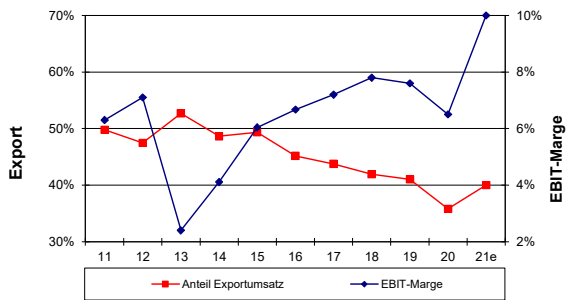
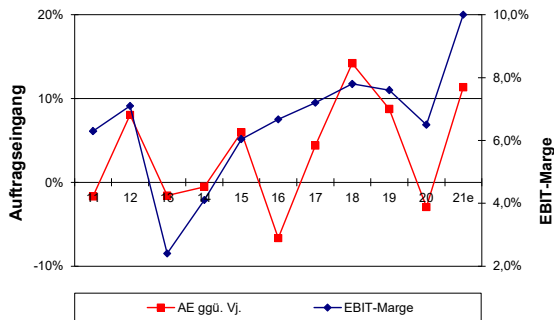
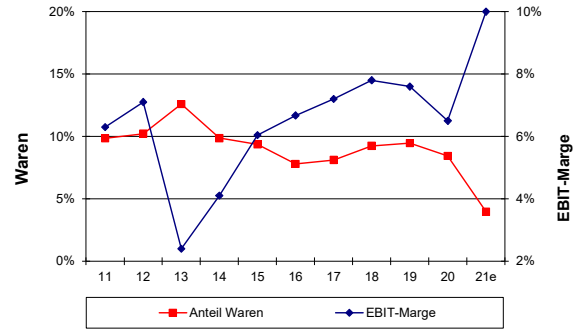
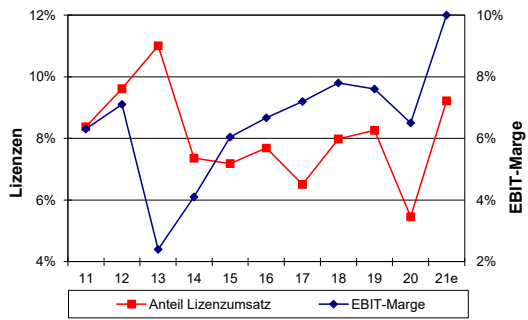
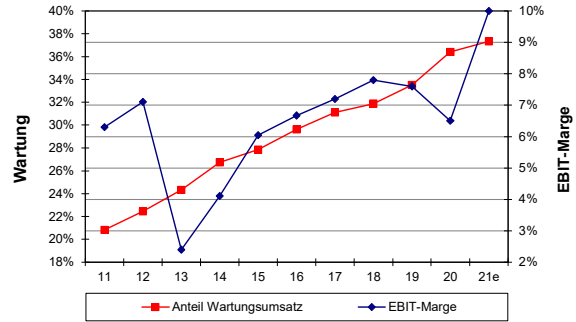
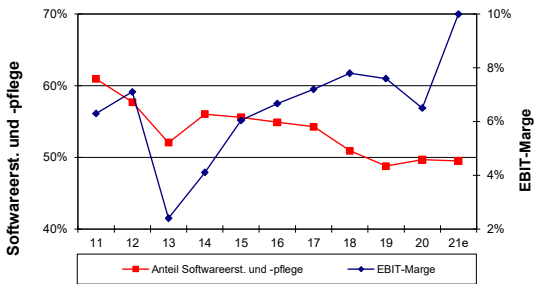
H1'2021



H1'2020

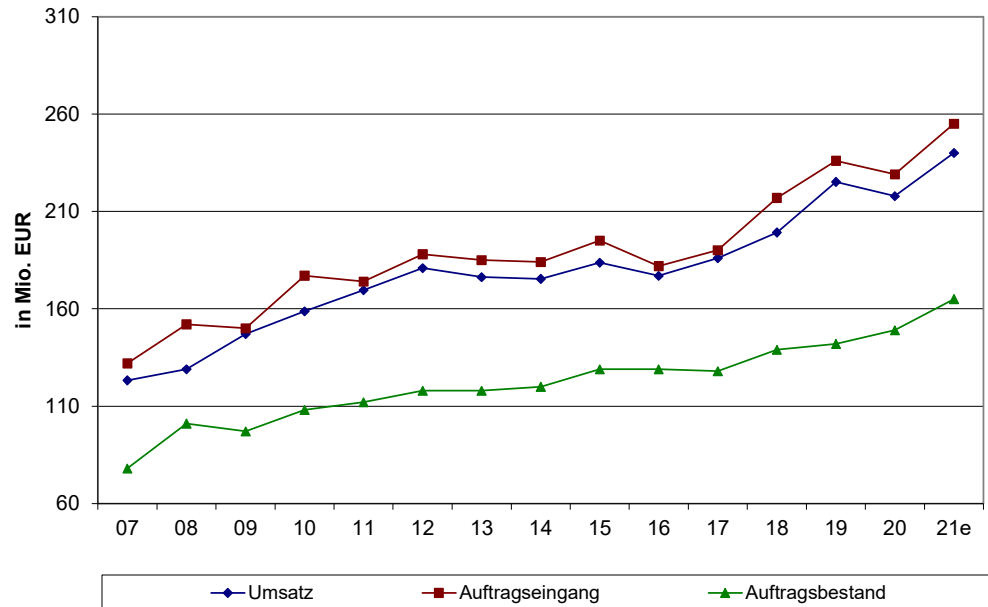


PSI: Umsatzanteile und EBIT-Marge



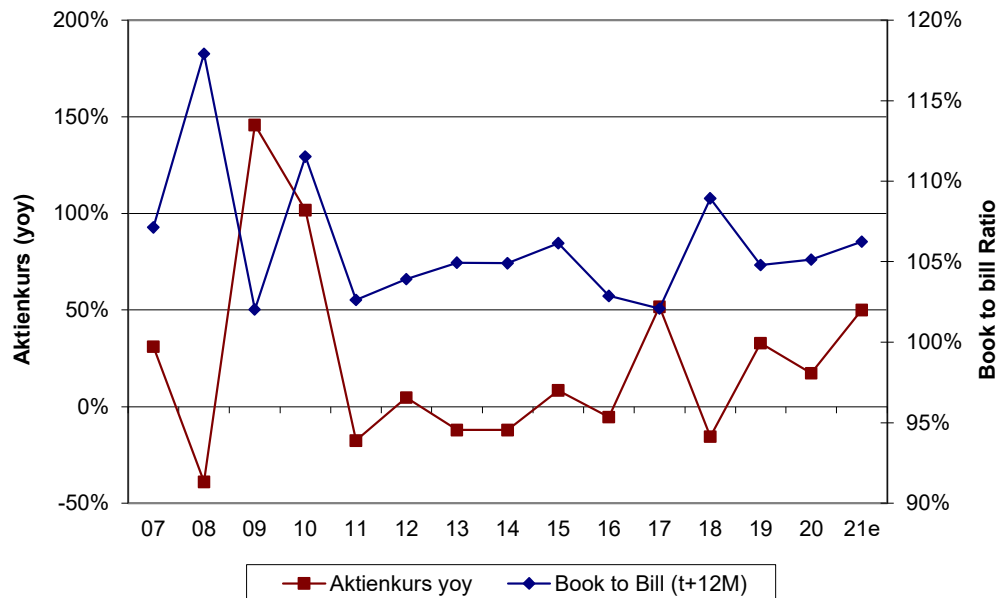
Quelle: Solventis Research, PSI AG

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. €)

	2020	yoy	2021e	yoy	2022e	yoy	2023e	yoy
Umsatz	217.795	-3,3%	240.000	10,2%	263.000	9,6%	276.150	5,0%
sonstige betriebliche Erträge	6.749	2,2%	5.372	-20,4%	5.293	-1,5%	4.660	-12,0%
Materialaufwand	29.734	-7,8%	32.765	10,2%	35.906	9,6%	37.701	5,0%
Rohergebnis nach GKV	194.810	-2,4%	212.606	9,1%	232.387	9,3%	243.109	4,6%
Personalaufwand	141.377	2,6%	155.791	10,2%	170.721	9,6%	179.257	5,0%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	12.220	12,8%	11.910	-2,5%	12.138	1,9%	12.580	3,6%
sonstige betriebliche Aufwendungen	26.265	-22,0%	20.905	-20,4%	20.599	-1,5%	18.134	-12,0%
EBITDA	27.168	-3,1%	35.910	32,2%	41.068	14,4%	45.718	11,3%
EBITDA-Marge	12,47%	0,0 pp	14,96%	2,5 pp	15,62%	0,7 pp	16,56%	0,9 pp
EBIT	14.948	-13,1%	24.000	60,6%	28.930	20,5%	33.138	14,5%
EBIT-Marge	6,86%	-0,8 pp	10,00%	3,1 pp	11,00%	1,0 pp	12,00%	1,0 pp
Erträge aus Beteiligungen	0	-100,0%	142	n.m.	142	0,0%	142	0,0%
Zinserträge	0	-100,0%	284	n.m.	228	-19,7%	284	24,5%
Zinsaufwand	1.286	-21,2%	1.480	15,1%	1.406	-5,0%	1.336	-5,0%
Finanzergebnis	-1.286	-68,1%	-1.054	18,0%	-1.036	1,7%	-910	12,2%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	13.662	-16,9%	22.946	68,0%	27.894	21,6%	32.228	15,5%
EBT-Marge	6,27%	-1,0 pp	9,56%	3,3 pp	10,61%	1,0 pp	11,67%	1,1 pp
Steuern	3.382	55,3%	6.195	83,2%	7.531	21,6%	8.702	15,5%
Steuerquote	24,75%	11,5 pp	27,00%	2,2 pp	27,00%	0,0 pp	27,00%	0,0 pp
Konzernjahresüberschuss	10.280	-27,9%	16.751	62,9%	20.363	21,6%	23.527	15,5%
Anzahl Aktien (Mio.)	15,70	0,0%	15,70	0,0%	15,70	0,0%	15,70	0,0%
Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)	0,65	-27,9%	1,07	62,9%	1,30	21,6%	1,50	15,5%

Quelle: Solventis Research, PSI AG

PSI: Bilanz (in Tsd. €)

	2020	yoy	2021e	yoy	2022e	yoy	2023e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand	40.482	4,7%	50.222	24,1%	62.910	25,3%	78.165	24,2%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	76.914	-2,9%	84.756	10,2%	92.878	9,6%	97.522	5,0%
Vorräte	8.661	-18,4%	9.544	10,2%	10.459	9,6%	10.982	5,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	8.567	9,0%	8.567	0,0%	8.567	0,0%	8.567	0,0%
Summe Umlaufvermögen	134.624	-1,2%	153.088	13,7%	174.814	14,2%	195.236	11,7%
Sachanlagen	38.928	5,1%	35.018	-10,0%	31.664	-9,6%	28.308	-10,6%
Immaterielle Vermögenswerte	9.395	-1,4%	9.395	0,0%	9.395	0,0%	9.395	0,0%
Firmenwerte	60.804	10,8%	60.804	0,0%	60.804	0,0%	60.804	0,0%
Finanzanlagen	440	0,0%	440	0,0%	440	0,0%	440	0,0%
Latente Steuern	15.208	43,1%	15.208	0,0%	15.208	0,0%	15.208	0,0%
Summe Anlagevermögen	124.775	10,9%	120.865	-3,1%	117.511	-2,8%	114.155	-2,9%
Bilanzsumme	259.399	4,2%	273.953	5,6%	292.325	6,7%	309.391	5,8%
Passiva								
Gezeichnetes Kapital	40.185	0,0%	40.185	0,0%	40.185	0,0%	40.185	0,0%
Kapitalrücklage	35.137	0,0%	35.137	0,0%	35.137	0,0%	35.137	0,0%
Gewinnrücklagen	-26.033	-17,0%	-14.776	43,2%	-693	95,3%	15.770	2376,2%
Kumuliertes übriges comprehensive income	51.034	23,1%	51.819	1,5%	52.604	1,5%	53.389	1,5%
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	100.323	6,1%	112.364	12,0%	127.233	13,2%	144.481	13,6%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	100.323	6,1%	112.364	12,0%	127.233	13,2%	144.481	13,6%
Langfristige Schulden								
Pensionsrückstellungen	56.416	3,1%	56.980	1,0%	57.550	1,0%	58.125	1,0%
Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen	19.132	-15,1%	13.132	-31,4%	7.832	-40,4%	2.432	-68,9%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	8.726	37,9%	9.616	10,2%	10.537	9,6%	11.064	5,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	2.723	n.m.	3.001	10,2%	3.288	9,6%	3.453	5,0%
Summe langfristige Schulden	86.997	4,1%	82.728	-4,9%	79.207	-4,3%	75.074	-5,2%
Kurzfristige Schulden								
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	31.907	-8,0%	35.160	10,2%	38.530	9,6%	40.456	5,0%
Finanzverbindlichkeiten	65	-94,2%	65	0,0%	65	0,0%	0	-100,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	34.609	-0,9%	38.138	10,2%	41.792	9,6%	43.882	5,0%
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	5.498	n.m.	5.498	0,0%	5.498	0,0%	5.498	0,0%
Summe kurzfristige Schulden	72.079	1,9%	78.861	9,4%	85.885	8,9%	89.836	4,6%
Bilanzsumme	259.399	4,2%	273.953	5,6%	292.325	6,7%	309.391	5,8%

Quelle: Solventis Research, PSI AG

PSI: DCF-Modell (in Tsd. €)

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Terminal Value
Umsatz	217.795	240.000	263.000	276.150	284.435	290.123	
Veränderung in %	-3,3%	10,2%	9,6%	5,0%	3,0%	2,0%	
EBITDA	27.168	35.910	41.068	45.718	49.872	53.760	
EBITDA-Marge	12,5%	15,0%	15,6%	16,6%	17,5%	18,5%	
EBIT	14.948	24.000	28.930	33.138	36.976	40.617	
EBIT-Marge	6,9%	10,0%	11,0%	12,0%	13,0%	14,0%	
NOPLAT	11.248	17.520	21.119	24.191	26.993	29.651	38.694
Reinvestment Rate	3,9%	43,2%	36,1%	21,8%	15,4%	12,0%	8,4%
FCFF	10.812	9.958	13.505	18.907	22.847	26.102	758.129
WACC	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	6,18%
kumuliertes WACC		105,3%	110,9%	116,8%	123,0%	129,5%	137,53%
Barwerte der FCFF		9.456	12.177	16.188	18.574	20.151	551.233
Summe Barwerte FCFF	76.547						
Barwert Terminal Value	551.233						
in % des Unternehmenswertes	87,8%						
Wert des Unternehmens	627.780						
Netto-Finanzschulden	14.314						
Wert des Eigenkapitals	613.466						
Wert pro Aktie	39,08						

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: **03.08.2021, 16:50 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **03.08.2021 17:00 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
04.08.20	Schlote, Watz	Kaufen	23,30 €	20,80 €	12 Monate
04.11.20	Schlote, Watz	Halten	23,40 €	22,60 €	12 Monate
29.03.21	Schlote, Watz	Halten	28,00 €	27,00 €	12 Monate
03.05.21	Schlote, Watz	Kaufen	31,25 €	31,90 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.07.20 - 30.06.21)		in %	Auftrags-research	
				in %
Kaufen	56	93,3%	51	85,7%
Halten	4	6,7%	4	7,1%
Verkaufen	0	0,0%	0	2,4%
Insgesamt	60	100,0%	55	95,2%

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, 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 entsprechenden 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.