

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

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

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

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

PSI Software AG

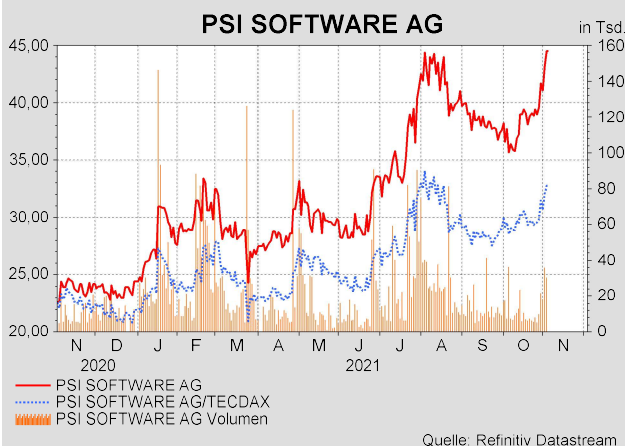
PSI wird optimistischer und erwartet guten Start ins Jahr 2022

Halten (Halten)

Kursziel	41,50 € (39,10 €)
Kurspotenzial	-6,7%
Kurs (03.11.2021)	44,50 €
ISIN	DE000A0Z1JH9
Marktkapitalisierung	698,5 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	264,0	277,2
EBITDA (Mio. €)	27,2	35,9	41,2	45,9
EBITDA-Marge	12,5%	15,0%	15,6%	16,5%
EBIT (Mio. €)	14,9	24,0	29,0	33,3
EBIT-Marge	6,9%	10,0%	11,0%	12,0%
Ergebnis je Aktie (€)	0,65	1,07	1,30	1,51
Dividende je Aktie (€)	0,30	0,35	0,40	0,45
Buchwert je Aktie (€)	6,39	7,16	8,11	9,22
EV/Umsatz	1,92	2,98	2,62	2,40
EV/EBITDA	15,4	19,9	16,8	14,5
EV/EBIT	28,0	29,8	23,8	20,0
KGv	37,3	41,7	34,1	29,5
Dividendenrendite	1,2%	0,8%	0,9%	1,0%
Kurs/Buchwert	3,82	6,22	5,49	4,83



Finanzkalender

- 22.-24.11.2021: Deutsches Eigenkapitalforum

PSI konnte auch im Q3'2021 gute Zahlen vorlegen. Der Umsatz stieg in den ersten 9 Monaten um 12,3% auf 177,6 Mio. €. Noch deutlicher war der Anstieg beim EBIT, das um 77,0% auf 15,7 Mio. € zulegte. Unter dem Strich verbesserte sich das EPS um 86,8% auf 0,71 €. Das Q4'2021 soll laut Vorstand saisonal wieder sehr stark sein. Der Optimismus schlägt sich auch in der EBIT-Erwartung für 2021 nieder. Im Ausblick wird nun davon gesprochen, dass die 20 Mio. € „deutlich“ übertroffen werden. Zudem rechnet der Vorstand mit einem besonders guten Start in das Jahr 2022. Wir heben unser Kursziel auf 41,50 € an und bestätigen unser Halten-Votum.

Der Auftragseingang belief sich in den ersten 3 Quartalen auf 196 Mio. € (10,1% yoy) nach 178 Mio. € im Vorjahr. Die reduzierten Covid-19 Unsicherheiten bei den Kunden haben dazu geführt, dass diese mehr Bestellungen signalisiert haben. Jedoch kam es durch die gestiegenen Rohstoffpreise und Lieferengpässe auch zu einigen Auftragsverschiebungen. Die Book-to-Bill-Ratio verringerte sich auf 1,10 (Vj. 1,13). Damit befindet sich PSI weiter auf dem Wachstumspfad. Der aktuelle Auftragsbestand beträgt 165 Mio. € und liegt damit über dem Vorjahreswert von 158 Mio. €. Für das kommende Jahr erwartet der Vorstand einen weiter zunehmenden Auftragseingang.

Im Segment **Energiemanagement** konnte der Umsatz um 15,4% auf 98,1 Mio. € und das EBIT um 52,0% auf 6,0 Mio. € (Marge: 6,0%, Vj. 4,6%) gesteigert werden. Im Bereich Elektrische Netze (mehr Infos S. 2) wurde das neue Redispatch 2.0-Modul an die Verteilnetzbetreiber ausgeliefert. Im Bereich Gasnetze zog der Auftragseingang in Deutschland weiter an. In Russland verzeichnet PSI hingegen wegen Covid-19 und der Budgetlage Auftragsverschiebungen in das nächste Jahr. Einen neuen Großauftrag inkl. Optimierung und Zeitreihenmanagement gab es im Oktober im Bereich Energiehandel.

Das Segment **Produktionsmanagement** steigerte den Umsatz um 8,6% auf 79,4 Mio. €, sowie das EBIT um 67,8% auf 10,4 Mio. € (Marge: 11,5%, Vj. 7,5%). Im Bereich Metallerzeugung (mehr Infos S. 2) gibt es weiterhin Nachfrage von Seiten der amerikanischen und europäischen Elektrostahlwerke sowie der russischen und türkischen Karbonstahlwerke. Aufgrund der Vorbereitungen für die Umstellung von Karbon- auf Wasserstoffstahlwerke war die Nachfrage von europäischen Karbonstahlwerken nach Produktionssoftware gering. Bis Jahresende wird in dem Bereich noch ein sehr großer Auftrag erwartet. In den Bereichen Automotive & Industry sowie Logistik gab es weitere Aufträge (u.a. Kombinationsaufträge für mehrere Produkte von verschiedenen Geschäftseinheiten) von Stamm- und Neukunden. In Osteuropa konnte die polnische Tochter weitere Aufträge für sich gewinnen.

Im **Bereich Elektrische Netze** stand im Q3'2021 das Thema Redispatch 2.0 im Mittelpunkt. Die Auslieferung des neuen Moduls an die Verteilnetzbetreiber hat begonnen. Da es kurz vor Produktivstart noch zu zahlreichen Änderungen bei Regulierungsvorgaben kam, erwartet PSI in der Übergangszeit bis Mitte 2022 zusätzliche Umsätze. Das Konfigurationsmanagement des Stromleitsystems soll zukünftig auf schnellere Upgrade-Services umgestellt und das Konzern-Standard-Zeitreihenmodul eingebunden werden. Mit dem neuen auf der PSI-Plattform basierenden Leitsystem sollen **zukünftig deutlich höhere Margen** erzielt werden. Mittelfristig wird hier das Margenniveau vom Produktionsmanagement (9M'2021: EBIT-Marge 11,5%) angestrebt.

Im Bereich **Metallerzeugung** nimmt die Marge aufgrund von Skalierungseffekten weiter zu. Durch die neue Plattform und Software-Architektur können Anpassungsarbeiten nun wesentlich einfacher von lokalen Partnern durchgeführt werden. Das hilft dabei, das Geschäft vor allem im Ausland zu forcieren. PSI kann sich stärker auf die Generierung von Lizenzen, Upgrade-Gebühren und Beratungsleistungen konzentrieren. 2022 wird begonnen, reale Planungssysteme automatisiert auf **Cloud-Basis** (Private, Public) auszuliefern. Anschließend folgen vollständige Softwaresysteme und Upgrades inklusive Anlagensteuerung als Cloud-Produkte.

Fortschritte macht PSI auch mit ihrem **App Store**, der mittlerweile für Pilotkunden zur Verfügung steht. Das aktuelle Angebot umfasst überwiegend Simulationsprodukte und Standardkomponenten. Durch den App Store wird das Aftersales Geschäft mit Großkunden und Integrationspartnern beschleunigt und automatisiert. Im kommenden Jahr erwartet PSI deutlich steigende Umsatzbeiträge aus dem Store.

Mit der Umstellung auf Cloud-Lösungen wird PSI das **Berichtswesen** anpassen. In Zukunft werden zusätzlich zu den bestehenden Wartungs- und Lizenzumsätzen wiederkehrende Lizenzumsätze aus Upgrade-as-a-Service und Software-as-a-Service sowie andere Kennzahlen veröffentlicht.

Ergebniskennzahlen legen überproportional zu

In den ersten 9 Monaten steigerte PSI den **Umsatz** um 12,3% auf 177,6 Mio. €. Der Umsatz pro Mitarbeiter belief sich auf 81,2 Tsd. €, nach 77,4 Tsd. € im Vorjahreszeitraum. Der Aufbau von Mitarbeitern schwächte die Zunahme dieser Kennziffer ab. Der **Personalaufwand** zog um 13,2% auf 116,5 Mio. € an. Der höhere Umsatz macht sich auch beim **Materialaufwand** bemerkbar, der um 11,3% auf 22,4 Mio. € zulegte. Rückläufige **sonstige betriebliche Aufwendungen** trugen zum überproportionalen Wachstum von EBIT (77,0% yoy) und Konzernjahresüberschuss (86,1% yoy) bei. Im Vorjahr waren diese Aufwendungen aufgrund der Risikovorsorge wegen der Pandemie erhöht. Auch die **sonstigen betrieblichen Erträge** leisteten einen höheren Beitrag, jedoch beruht dieser auf einer buchhalterischen Änderung. So werden seit diesem Jahr die staatlichen F&E-Zuschüsse hier erfasst und nicht mehr bei den Personalkosten.

Die bessere operative Performance machte sich auch im **Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit** bemerkbar, der um 23,3% auf 16,3 Mio. € zunahm. Der Anstieg wäre noch größer ausgefallen, wenn das Working Capital (WC) nicht um 3,8 Mio. € ausgeweitet worden wäre. Ursächlich war die Zunahme der Forderungen aus langfristiger Auftragsfertigung um 9,7 Mio. € auf 57,4 Mio. €.

Der **Cashflow aus der Investitionstätigkeit** belief sich auf -3,6 Mio. € nach -3,1 Mio. € im Vorjahr.

Der **Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit** verbesserte sich ggü. dem Vorjahr um 0,2 Mio. € auf -5,8 Mio. €. In den ersten 9 Monaten nahm PSI netto neue Finanzverbindlichkeiten von 3,8 Mio. € (Vj.- -0,6 Mio. €) auf und zahlte 4,7 Mio. € (Vj. 0,8 Mio. €) an Dividenden.

Die **liquiden Mittel** erhöhten sich seit Anfang des Jahres um 16,9% auf 47,3 Mio. €.

Abgesehen von den zuvor erwähnten Positionen kam es in der **Bilanz** zu keinen größeren Veränderungen.

Bewertung

In unserem DCF-Modell haben wir bei gleichbleibenden EBIT-Margen das Umsatzwachstum für die nächsten Jahre leicht erhöht. Außerdem wurden Investitionen und Working Capital nach Vorlage der Q3-Zahlen angepasst. Infolgedessen steigt der faire Wert der PSI-Aktie auf **41,50 €** (vorher: 39,09 €), was auch unserem neuen **Kursziel** entspricht.

RIB Software haben wir aufgrund fehlender Schätzungen aus der **Peergroup** genommen. 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 ebenfalls relativ hoch. 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 03.11.2021	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	14,35	EUR	32,7	22,2	17,5	6,0	4,7	10,9	8,0	5,0%	5,9%	2,0	1,8	0,5	0,5	1,7%
SAP SE	128,44	EUR	17,8	24,6	22,4	17,8	16,2	20,2	18,1	27,7%	28,8%	4,3	4,0	5,6	5,2	1,5%
GK Software SE	162,00	EUR	39,9	41,9	31,7	11,3	9,1	15,8	12,5	14,6%	15,3%	4,9	4,1	2,3	1,9	0,0%
AVEVA Group PLC	41,90	EUR	303,6	34,5	30,0	27,9	23,7	30,4	26,0	29,1%	30,7%	2,0	2,0	8,9	8,0	1,1%
Nemetschek SE	104,35	EUR	72,0	89,1	85,5	55,0	52,3	69,6	65,6	25,3%	24,1%	24,1	20,2	17,6	15,8	0,3%
init innovation in traffic systems SE	43,40	EUR	22,2	30,5	24,9	15,7	12,7	22,7	17,7	10,8%	11,6%	4,4	4,0	2,4	2,1	1,3%
ServiceNow Inc	592,31	EUR	940,5	116,2	94,8	70,3	57,7	92,9	74,1	24,8%	24,3%	33,4	25,0	23,0	18,0	0,0%
Salesforce.Com Inc	260,89	EUR	51,2	68,6	65,0	37,6	30,4	60,4	46,0	18,6%	19,9%	5,3	5,0	11,2	9,2	0,0%
Workday Inc	248,89	EUR	-	78,4	81,3	48,2	44,6	63,6	59,2	21,1%	18,7%	16,2	13,3	13,4	11,1	0,0%
Atlassian Corporation PLC	383,66	EUR	-	275,8	215,3	168,3	133,9	182,6	137,3	23,1%	24,5%	322,3	109,6	42,2	33,6	0,0%
Durchschnitt (ungewichtet)			185,0	78,2	66,8	45,8	38,6	56,9	46,5	20,0%	20,4%	41,9	18,9	12,7	10,5	0,6%
MEDIAN			45,6	55,2	48,3	32,7	27,1	45,4	36,0	22,1%	22,0%	5,1	4,6	10,0	8,6	0,2%
PSI Software AG	44,50	EUR	37,2	41,7	34,9	18,5	16,4	28,5	23,8	9,7%	10,7%	6,3	5,6	2,8	2,5	0,9%
Abweichung vom Median			-18,3%	-24,6%	-27,7%	-43,6%	-39,6%	-37,2%	-34,0%	-56,0%	-51,4%	23,1%	23,3%	-72,4%	-70,4%	437,6%

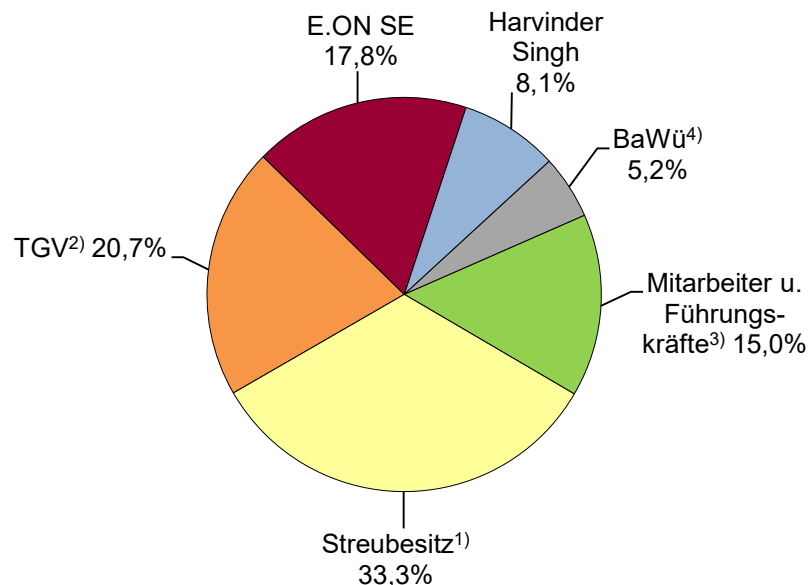
Quelle: Solventis Research, Refinitiv

In dem aktuell laufenden **Aktienrückkauf für das Mitarbeiter-Beteiligungsprogramm** (bis zu 50.000 PSI-Aktien) wurden im Q3'2021 keine weiteren Aktien erworben. Bislang wurden 5.647 Aktien mit einem Durchschnittspreis von knapp 28 € eingesammelt.

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-Aktienpaket anstoßen wird, ist ungewiss. Mit der Integration von innogy hat E.ON genügend andere Baustellen, die erst einmal im Vordergrund stehen dürften.

PSI: Aktionärsstruktur



1) Freefloat nach Deutscher Börse sind ~54%

2) TGV: Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV

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

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

Quelle: Solventis Research, PSI Software AG

Kommender Newsflow

- 22.-24.11.2021: Deutsches Eigenkapitalforum

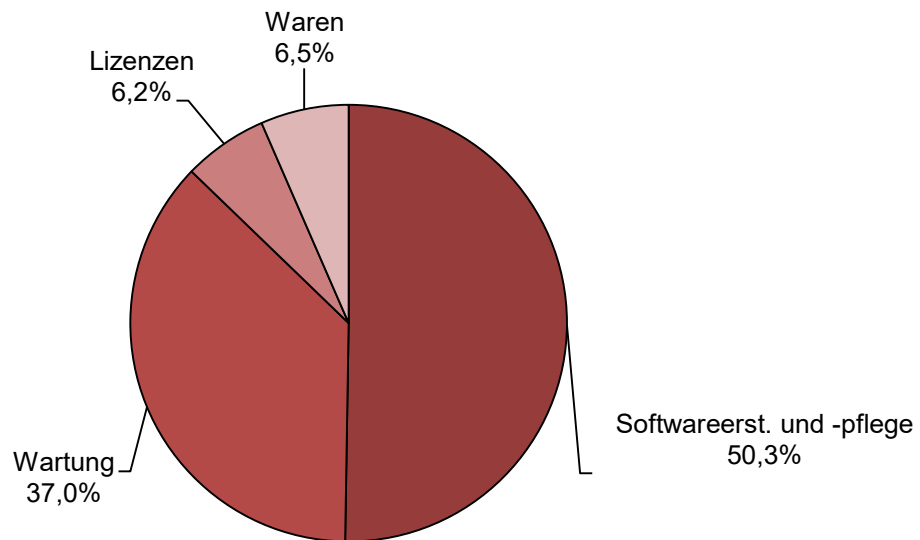
PSI: Segmente

<i>in Mio. €</i>	Energie- management			Produktions- management			Überleitung		PSI- Konzern		
	9M'2021	9M'2020	ggü. Vorjahr	9M'2021	9M'2020	ggü. Vorjahr	9M'2021	9M'2020	9M'2021	9M'2020	ggü. Vorjahr
Umsatzerlöse											
Umsätze mit Fremden	98,137	85,033	15,4%	79,432	73,106	8,7%	0,000	0,000	177,569	158,139	12,3%
Umsätze mit anderen Segmenten	2,378	1,902	25,0%	11,215	9,279	20,9%	-13,593	-11,181	0,000	0,000	n.m.
Umsätze gesamt	100,515	86,935	15,6%	90,647	82,385	10,0%	-13,593	-11,181	177,569	158,139	12,3%
EBITDA	10,932	8,217	33,0%	15,095	10,521	43,5%	-0,683	-1,247	25,344	17,491	44,9%
Abschreibungen	-4,369	-4,062	-7,6%	-4,282	-3,941	-8,7%	-0,073	-0,065	-8,724	-8,068	-8,1%
EBITA	6,563	4,155	58,0%	10,813	6,580	64,3%	-0,756	-1,312	16,620	9,423	76,4%
Abschreibungen aus Kaufpreisallokation	-0,522	-0,180	-190,0%	-0,388	-0,369	-5,1%		0,000	-0,910	-0,549	-65,8%
EBIT	6,041	3,975	52,0%	10,425	6,211	67,8%	-0,756	-1,312	15,710	8,874	77,0%
Finanzergebnis	-0,351	-0,416	15,6%	-0,165	-0,303	45,5%		0,000	-0,516	-0,719	28,2%
Ergebnis vor Steuern	5,690	3,559	59,9%	10,260	5,908	73,7%	-0,756	-1,312	15,194	8,155	86,3%
EBITDA-Marge	10,9%	9,5%		16,7%	12,8%				14,3%	11,1%	
EBITA-Marge	6,5%	4,8%		11,9%	8,0%				9,4%	6,0%	
EBIT-Marge	6,0%	4,6%		11,5%	7,5%				8,8%	5,6%	

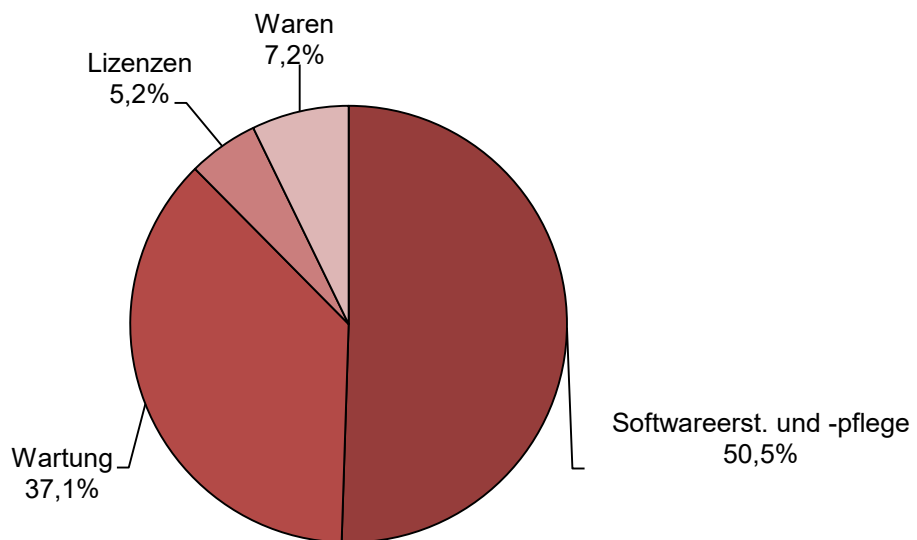
Quelle: Solventis Research, PSI Software AG

PSI: Zusammensetzung Umsatz

9M'2021

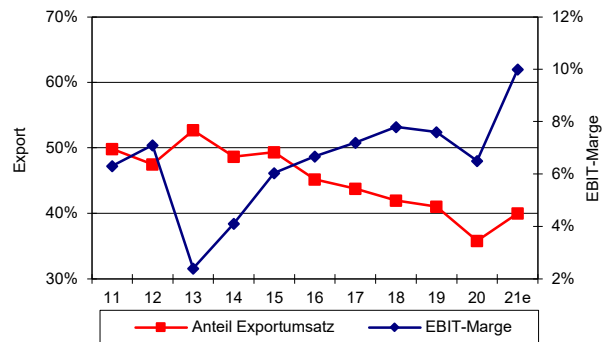
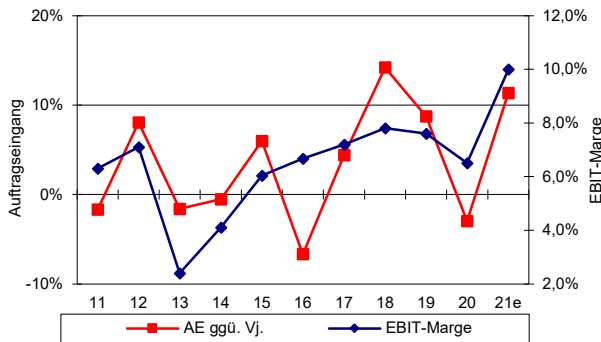
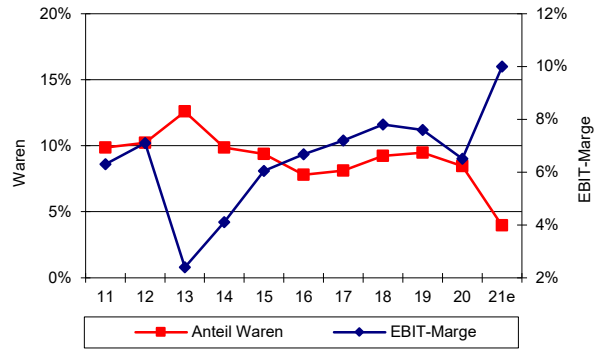
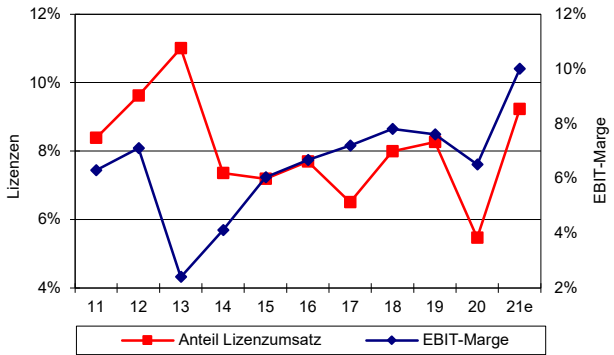
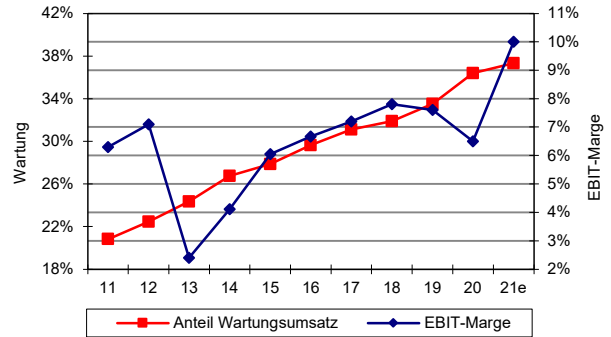
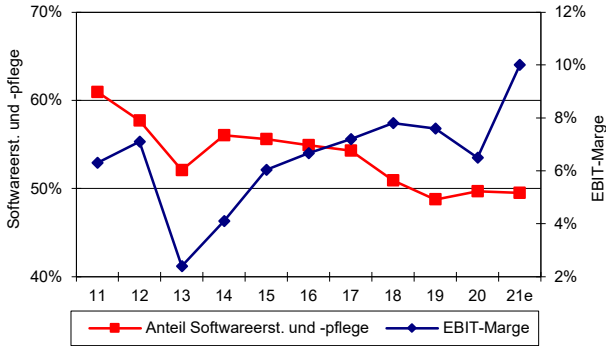


9M'2020



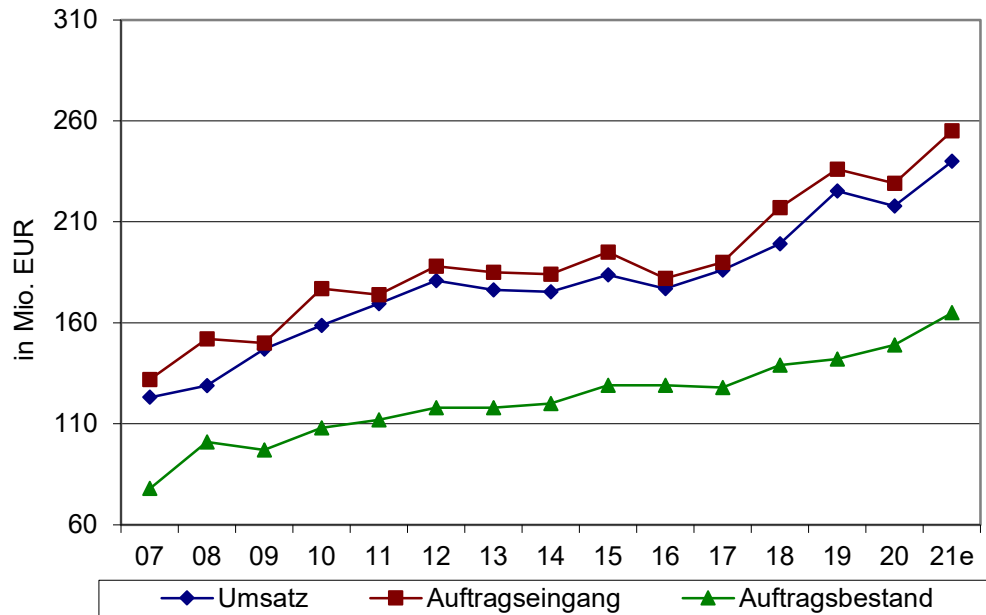
Quelle: Solventis Research, PSI Software AG

PSI: Umsatzanteile und EBIT-Marge



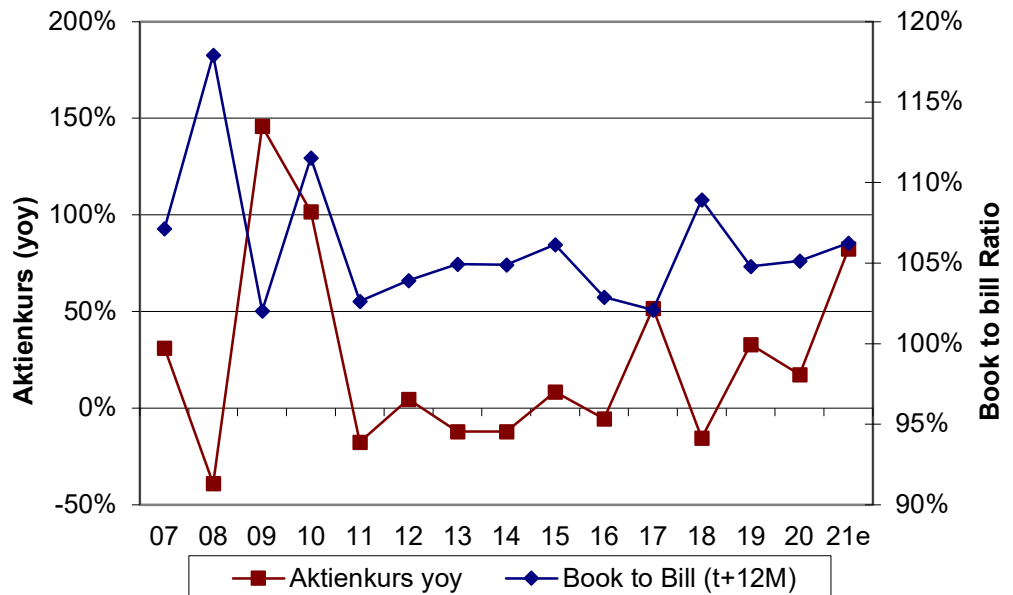
Quelle: Solventis Research, PSI Software AG

PSI: Umsatz, Auftragseingang und -bestand



Quelle: Solventis Research, PSI Software AG

PSI: Zusammenhang von Book to Bill-Ratio und Aktienkurs



Quelle: Solventis Research, PSI Software AG

PSI: GuV (in Tsd. €)

	2020	yoy	2021e	yoy	2022e	yoy	2023e	yoy
Umsatz	217.795	-3,3%	240.000	10,2%	264.000	10,0%	277.200	5,0%
sonstige betriebliche Erträge	6.749	2,2%	5.372	-20,4%	5.320	-1,0%	4.685	-11,9%
Materialaufwand	29.734	-7,8%	32.765	10,2%	36.042	10,0%	37.844	5,0%
Rohergebnis nach GKV	194.810	-2,4%	212.606	9,1%	233.278	9,7%	244.040	4,6%
Personalaufwand	141.377	2,6%	155.791	10,2%	171.370	10,0%	179.938	5,0%
Abschreibungen (ohne Finanzanlagen)	12.220	12,8%	11.910	-2,5%	12.164	2,1%	12.607	3,6%
sonstige betriebliche Aufwendungen	26.265	-22,0%	20.905	-20,4%	20.704	-1,0%	18.231	-11,9%
EBITDA	27.168	-3,1%	35.910	32,2%	41.204	14,7%	45.871	11,3%
EBITDA-Marge	12,47%	0,0 pp	14,96%	2,5 pp	15,61%	0,6 pp	16,55%	0,9 pp
EBIT	14.948	-13,1%	24.000	60,6%	29.040	21,0%	33.264	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.	256	-9,9%	333	30,3%
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%	-1.008	4,3%	-860	14,7%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	13.662	-16,9%	22.946	68,0%	28.032	22,2%	32.404	15,6%
EBT-Marge	6,27%	-1,0 pp	9,56%	3,3 pp	10,62%	1,1 pp	11,69%	1,1 pp
Steuern	3.382	55,3%	6.195	83,2%	7.569	22,2%	8.749	15,6%
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%	20.463	22,2%	23.655	15,6%
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	22,2%	1,51	15,6%

Quelle: Solventis Research, PSI Software AG

PSI: Bilanz (in Tsd. €)

	2020	yoy	2021e	yoy	2022e	yoy	2023e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand	40.482	4,7%	54.561	34,8%	72.435	32,8%	93.356	28,9%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	76.914	-2,9%	81.600	6,1%	85.800	5,1%	85.932	0,2%
Vorräte	8.661	-18,4%	9.360	8,1%	10.296	10,0%	10.811	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%	154.088	14,5%	177.098	14,9%	198.665	12,2%
Sachanlagen	38.928	5,1%	34.018	-12,6%	29.774	-12,5%	25.483	-14,4%
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%	119.865	-3,9%	115.621	-3,5%	111.330	-3,7%
Bilanzsumme	259.399	4,2%	273.953	5,6%	292.719	6,8%	309.995	5,9%
Passiva								
Gezeichnetes Kapital	40.185	0,0%	40.185	0,0%	40.185	0,0%	40.185	0,0%
Kapitalrücklage	35.137	0,0%	35.137	0,0%	35.137	0,0%	35.137	0,0%
Gewinnrücklagen	-26.033	-17,0%	-14.776	43,2%	-592	96,0%	15.999	2801,3%
Kumuliertes übriges comprehensive income	51.034	23,1%	51.819	1,5%	52.604	1,5%	53.389	1,5%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	100.323	6,1%	112.364	12,0%	127.333	13,3%	144.709	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%	10.577	10,0%	11.106	5,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	2.723	n.m.	3.001	10,2%	3.301	10,0%	3.466	5,0%
Summe langfristige Schulden	86.997	4,1%	82.728	-4,9%	79.260	-4,2%	75.129	-5,2%
Kurzfristige Schulden								
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	31.907	-8,0%	35.160	10,2%	38.676	10,0%	40.610	5,0%
Finanzverbindlichkeiten	65	-94,2%	65	0,0%	0	-100,0%	0	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	34.609	-0,9%	38.138	10,2%	41.951	10,0%	44.049	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%	86.125	9,2%	90.157	4,7%
Bilanzsumme	259.399	4,2%	273.953	5,6%	292.719	6,8%	309.995	5,9%

Quelle: Solventis Research, PSI Software AG

PSI: DCF-Modell (in Tsd. €)

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Terminal Value
Umsatz	217.795	240.000	264.000	277.200	291.060	300.519	
Veränderung in %	-3,3%	10,2%	10,0%	5,0%	5,0%	3,3%	
EBITDA	27.168	35.910	41.204	45.871	50.905	55.486	
EBITDA-Marge	12,5%	15,0%	15,6%	16,5%	17,5%	18,5%	
EBIT	14.948	24.000	29.040	33.264	37.838	42.073	
EBIT-Marge	6,9%	10,0%	11,0%	12,0%	13,0%	14,0%	
NOPLAT	11.248	17.520	21.199	24.283	27.622	30.713	40.081
Reinvestment Rate	3,9%	18,4%	12,6%	-0,7%	14,4%	10,2%	7,9%
FCFF	10.812	14.298	18.523	24.461	23.651	27.595	789.530
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%	137,54%
Barwerte der FCFF		13.577	16.702	20.943	19.228	21.303	574.056
Summe Barwerte FCFF	91.753						
Barwert Terminal Value	574.056						
in % des Unternehmenswertes	86,2%						
Wert des Unternehmens	665.809						
Netto-Finanzschulden	14.314						
Wert des Eigenkapitals	651.495						
Wert pro Aktie	41,50						

Quelle: Solventis Research, PSI Software 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: **04.11.2021, 13:00 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **04.11.2021 14:00 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
04.11.20	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
03.08.21	Schlote, Watz	Halten	39,10 €	42,50 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.10.20 - 30.09.21)		in %	Auftrags-research	
				in %
Kaufen	49	90,7%	45	83,3%
Halten	5	9,3%	5	9,3%
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%
Insgesamt	54	100,0%	50	92,6%

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 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. 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.