

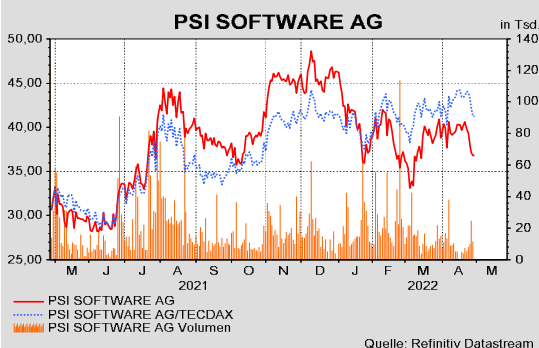
# PSI Software AG

## Kaufen (Kaufen)

<b>Kursziel</b>	<b>47,00 € (47,00 €)</b>
Kurspotenzial	27,7%
Kurs (28.04.2022)	36,80 €
ISIN	DE000A0Z1JH9
Marktkapitalisierung	577,7 Mio. €
Anzahl Aktien	15,7 Mio.
Marktsegment	Prime Standard
Homepage	www.psi.de

### Kennzahlen und Prognosen

in Mio. €/ je Aktie in €	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz	248,4	278,2	308,8	336,6
EBITDA	36,9	35,0	47,2	54,3
EBITDA-Marge	14,8%	12,6%	15,3%	16,1%
EBIT	23,8	27,8	34,0	40,4
EBIT-Marge	9,6%	10,0%	11,0%	12,0%
Ergebnis je Aktie	1,01	1,19	1,47	1,76
Dividende je Aktie	0,40	0,45	0,50	0,60
Buchwert je Aktie	7,31	8,10	9,12	10,38
EV/Umsatz	3,0	2,1	1,8	1,6
EV/EBITDA	20,0	16,5	12,0	10,1
EV/EBIT	31,0	20,8	16,7	13,6
KGW	45,8	30,9	25,0	20,9
Dividendenrendite	0,9%	1,2%	1,4%	1,6%
Kurs/Buchwert	5,0	4,5	4,0	3,5



### Finanzkalender

- 19.05.2022: Hauptversammlung
- 28.07.2022 H1'2022 Bericht
- 28.10.2022 9M'2022 Bericht

### Aktionärsstruktur

20,7% TGV  
 17,8% E. ON SE  
 15,0% Mitarbeiter und Führungskräfte

### Analysten

Klaus Schlote  
 Tel.: +49 (0) 6131 – 48 60 651  
 kschlote@solventis.de

Dennis Watz  
 Tel.: +49 (0) 6131 – 48 60 652  
 dwatz@solventis.de

## Entwicklung im Q1'2022 verhalten – auch durch Verschiebungen

Im ersten Quartal des laufenden Quartals spürte auch PSI die Zurückhaltung der Unternehmen. Der Umsatz nahm im Konzern um 4,6% yoy auf 58,7 Mio. € zu, während das EBIT um 14,4% yoy auf 3,7 Mio. € rückläufig war. PSI spricht davon, dass Lizenzaufträge im Wert von < 3 Mio. € in das Q2 verschoben wurden. Das betraf das Segment Produktionsmanagement und hier insbesondere Stahl-Kunden. Dieser Effekt zog sich bis zum Konzernergebnis durch, das mit 2,6 Mio. € (Vj. 3,1 Mio. €) berichtet wurde, was einem EPS von 0,16 € (Vj. 0,20 €) entspricht. Aufgrund der Auftragsverschiebungen blieb der Auftragseingang um 5,7% unter Vorjahr und wurde mit 99 Mio. € vermeldet, während der Auftragsbestand ggü. Vj. um 5 Mio. € auf 202 Mio. € zunahm. Im Auftragsbestand ist nur der Teil der Wartungsverträge enthalten, der in den kommenden 12 Monaten verumsetzt wird. Ein wesentlicher Teil (~90 Mio. €) ist daher nicht inkludiert. Unser DCF-Modell haben wir nach den Q1'2022-Zahlen unverändert belassen. Wir bestätigen unser Kursziel von 47,00 € und unsere Kaufempfehlung.

Die PSI Software AG profitiert von einer Reihe von Mega-Trends wie Digitalisierung, Dekarbonisierung, Industrie 4.2. Der Ausbau der Erneuerbaren Energien stellt die Strom- und Übertragungsnetze vor große Herausforderungen. Die Steuerungssoftware wird in diesem Kontext immer wichtiger. PSI verfügt über eine solche Steuerungssoftware, die sich in Deutschland bereits bewährt (hat). Da absehbar ist, dass Strom aus Erneuerbaren - auch ohne Subventionen - billiger wird als konventionell erzeugter Strom, wird mit der zunehmenden dezentralen Energieerzeugung die Steuerungssoftware in immer mehr Ländern ausgerollt werden. Das ist ein wesentlicher Baustein für das weitere profitable Wachstum von PSI.

PSI verfügte Ende Q1'2022 über Zahlungsmittel von nahezu 68 Mio. €. Damit kann die Gesellschaft jederzeit Opportunitäten nutzen. Gesucht werden technologische Filetstücke wie die Schweizer Neplan, die 2020 erworben wurde, oder Wettbewerber, die Kundenbeziehungen in neuen Regionen mitbringen, wie die BTC, die 2019 im Rahmen eines Assets Deals von der EWE gekauft wurde. M&A gehört unverändert zum Geschäftsmodell der PSI.

Aufgrund ihres hohen Alters von 52 Jahren sieht sich die PSI als ein Unternehmen, das seinen Aktionären eine Dividende zahlen sollte. Die Dividendenpolitik sieht vor, etwa ein Drittel des Konzernergebnisses auszuschütten. Der Rest wird in F&E investiert (2021 13% vom Umsatz) und thesauriert. Der F&E-Aufwand läuft weitestgehend durch die GuV.

Die mittelfristigen Perspektiven der PSI Software AG, über die wir Anfang April berichtet hatten, sind unverändert intakt und machen die PSI-Aktie zu einem sehr interessanten Investment.

### **Erkennbare Trends wirken in 2022**

Wesentliche Treiber für das Geschäft von PSI in 2022 sind das kräftig wachsende Geschäft mit Netzbetreibern in Deutschland, die robuste Stahlindustrie in den USA und Europa, die in zahlreichen Ländern voranschreitende Elektrifizierung des öffentlichen Nahverkehrs (E-Busse) und die Rückkehr auf den Wachstumspfad in der Verarbeitenden Industrie und Logistik. Vor diesem Hintergrund bestätigte PSI im Q1'2022-Bericht die Guidance für 2022. Danach sollen Umsatz und Auftragseingang um mehr als 10% und das EBIT um nahezu 20% wachsen.

### **Russisches Geschäft zu vernachlässigen**

Materielle Risiken aus dem Ukraine Krieg erwartet der Vorstand nicht. Auf Russland entfiel 2021 ein Umsatzanteil von <2% und das Ergebnis war negativ. Im Q1'2022 wurde dort ein Umsatz von lediglich 0,7 Mio. € generiert. Das entspricht einem Umsatzanteil von 1,2%. PSI will sich aus dem Russlandgeschäft komplett zurückziehen. Lediglich aus der regionalen Tochtergesellschaft OOO 'PSI' (100%) könnten sich Abschreibungen ergeben. Deren Eigenkapital belief sich zum 31.12 auf 2,2 Mio. €. Da bisher alle Forderungen planmäßig bedient werden, hat PSI keine Abschreibungen vorgenommen. Mitarbeiter oder Projekte in Belarus und der Ukraine hat PSI nicht.

### **Rollout der neue Leitwarte beschleunigt Transformation zu einem typischen Software-Unternehmen**

Das wenig profitable Festpreisgeschäft trug 2021 40% zum Umsatz von PSI bei. Vor 10 Jahren waren es noch 60% gewesen. Der Anteil des Festpreisgeschäfts wird weiter zurückgehen. Auf das für Softwareunternehmen typische Geschäft - Wartung/Upgrades, Lizenzen, nach Aufwand abzurechnende Dienstleistungen - entfielen 2021 57% des Konzern-Umsatzes. Dieser Anteil wird weiter ausgebaut. Die neue Leitwarte läuft bereits auf der Konzernplattform und wird von einem Pilotkunden getestet. Mit dem Ausrollen dieser Software wird das Geschäftsmodell von PSI einen weiteren wichtigen Schritt in Richtung eines typischen Software-Unternehmens machen.

In den USA kann man schon die neue PSI sehen mit EBIT-Margen im Bereich von 23/24% und das nachhaltig. Dies ermöglicht der Verkauf von Standardprodukten, bei denen die Anpassung von Integratoren oder den Kunden selbst übernommen werden.

### **Umsatz im PSI App Store soll auf mehr als 5 Mio. € verdoppelt werden**

2021 erzielte PSI über den App Store einen Umsatz von 2 Mio. €. Im laufenden Jahr soll der Umsatz auf über 5 Mio. € klettern. Auch 10 Mio. € hält der Vorstand für möglich und machbar. Bis 2026 soll der PSI App Store einen Umsatz von 70 Mio. € erreichen.

Die über den App Store verkauften Produkte werden automatisch an die Kunden ausgeliefert. Der Kunde kann anschließend die Software über das PSI-Click-Design an seine individuellen Bedürfnisse anpassen. Da dieser Arbeitsschritt bei PSI entfällt, wird die Marge positiv beeinflusst. Der App Store ist also ein weiterer Schritt auf dem Weg zum reinen Softwareunternehmen.

## Bewertung

Für 2022 erwartet PSI einen Anstieg des Auftragseingangs und Umsatzes um mehr als 10%. Das EBIT soll um rund 20% zulegen. In unserem Modell gehen wir von einem Umsatzanstieg von 12% auf 278,2 Mio. € und einem EBIT von 27,8 Mio. € aus. Die neue Mittelfristplanung von PSI sieht bis 2026 einen Umsatz von 400 Mio. € und ein EBIT von 54 Mio. € vor. Zukünftige Akquisitionen sind in unseren Projektionen nicht enthalten. Daraus kann sich zusätzliches Potenzial ergeben.

In der Detailplanungsphase setzen wir einen WACC von ~6% an. Dieser ergibt sich aus einem Beta von 0,90, einem risikofreien Zinssatz von 1,5% und einer Marktrisikoprämie von 5,75%. Im TV liegt der WACC bei 6,16%.

Auf Basis unseres DCF-Modells ermitteln wir einen fairen Wert der PSI-Aktie von 47,01 €. Wir empfehlen, die PSI-Aktie mit Kursziel 47,00 € zu kaufen.

## PSI: Peergroup-Vergleich

Ticker	Kurs 28.04.2022	Währung	KGV 2021	KGV 2022e	KGV 2023e	EV/EBITDA 2022e	EV/EBITDA 2023e	EV/EBIT 2022e	EV/EBIT 2023e	Ebit- Marge 2022e	Ebit- Marge 2023e	Kurs/ Buchwert 2022e	Kurs/ Buchwert 2023e	EV/Sales 2022e	EV/Sales 2023e	Dividenden rendite 2022e
CENIT AG	14,85	EUR	23,1	15,8	13,5	4,4	4,0	9,5	8,7	5,6%	5,7%	2,5	2,3	0,5	0,5	3,0%
SAP SE	96,76	EUR	24,6	17,1	15,3	12,4	10,5	14,9	12,6	25,8%	26,9%	2,8	2,5	3,8	3,4	2,1%
GK Software SE	133,20	EUR	63,5	34,5	26,0	8,0	-	10,9	-	15,1%	15,4%	3,6	-	1,6	-	0,9%
AVEVA Group PLC	24,38	EUR	303,6	19,7	19,5	16,7	16,1	18,1	17,0	29,9%	28,8%	1,2	1,2	5,4	4,9	1,8%
Nemetschek SE	81,42	EUR	96,8	57,5	50,6	37,0	32,6	45,2	39,5	26,3%	26,7%	15,4	12,8	11,9	10,5	0,5%
init innovation in traffic systems SE	31,70	EUR	26,7	25,4	19,2	11,9	9,0	17,8	12,6	9,3%	10,8%	3,0	2,8	1,6	1,4	1,6%
ServiceNow Inc	480,30	EUR	573,4	68,5	53,9	42,6	32,5	52,7	40,4	25,0%	25,3%	18,7	14,1	13,2	10,2	0,0%
Salesforce Inc	177,00	EUR	156,9	41,2	33,2	19,3	16,0	28,7	22,2	20,0%	21,0%	3,1	2,9	5,8	4,7	0,0%
Workday Inc	205,32	EUR	1784,9	62,2	48,0	35,6	26,6	46,5	34,3	18,5%	20,2%	10,4	8,4	8,6	6,9	0,0%
Atlassian Corporation PLC	247,74	EUR	-92,1	159,6	159,1	98,5	96,2	106,8	106,0	22,3%	17,0%	197,4	74,7	23,8	18,1	0,0%
Durchschnitt (ungewichtet)			296,1	50,2	43,8	28,6	27,0	35,1	32,6	19,8%	19,8%	25,8	13,5	7,6	6,7	1,0%
MEDIAN			80,2	37,8	29,6	18,0	16,1	23,4	22,2	21,2%	20,6%	3,3	2,9	5,6	4,9	0,7%
PSI Software AG	36,80	EUR	45,8	28,4	23,7	13,0	11,2	18,6	15,6	10,6%	11,5%	4,6	4,1	2,0	1,8	1,7%
Abweichung vom Median			-42,8%	-25,0%	-20,1%	-27,5%	-30,2%	-20,6%	-29,7%	-50,0%	-44,0%	38,0%	43,5%	-64,7%	-63,4%	145,5%

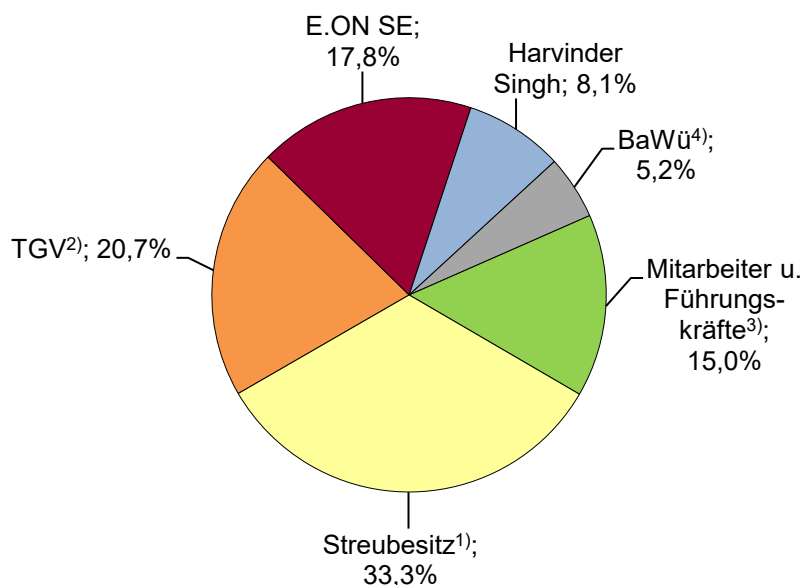
\* PSI Software AG Zahlen sind Konsens-Schätzungen

Quelle: Solventis Research, PSI AG

### Keine Veränderungen in der Aktionärsstruktur

Seit unserem letzten Update gab es keine Veränderung in der Aktionärsstruktur. Mit dem Vollzug der innogy Übernahme werden die PSI-Aktien nun E.ON zugerechnet. Damit wird E.ON als zweitgrößter Aktionär aufgeführt. Ob E.ON irgendwann einen Verkaufsprozess für das PSI-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 AG

### Kommender Newsflow

- 19.05.2022: Hauptversammlung
- 28.07.2022: Bericht zum 1. Halbjahr 2022
- 28.10.2022: Bericht zum 3. Quartal 2022

## PSI: Segmente

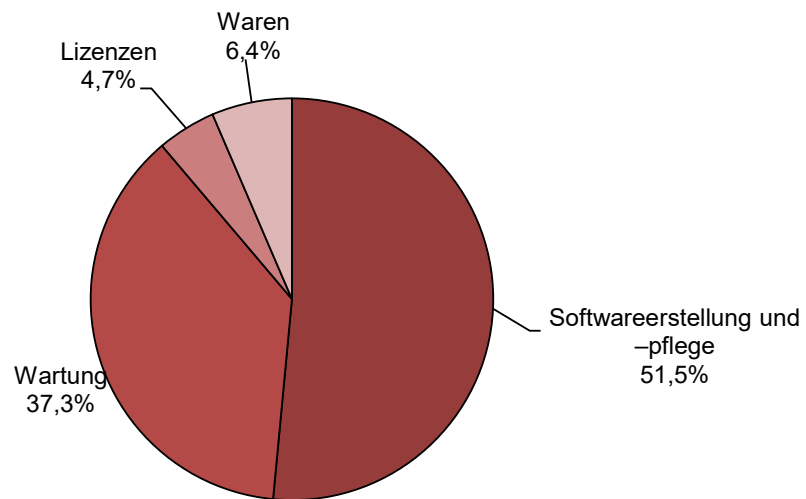
in Mio. €	Energie- management			Produktions- management			Überleitung		PSI- Konzern		
	Q1'2022	Q1'2021	ggü. Vorjahr	Q1'2022	Q1'2021	ggü. Vorjahr	Q1'2022	Q1'2021	Q1'2022	Q1'2021	ggü. Vorjahr
<b>Umsatzerlöse</b>											
Umsätze mit Fremden	31,856	29,097	9,5%	26,125	27,041	-3,4%	0,714	0,000	58,695	56,138	5%
Umsätze mit anderen Segmenten	0,775	0,822	-6%	4,230	3,771	12%	-5,005	-4,593	0,000	0,000	n.m.
<b>Umsätze gesamt</b>	<b>32,631</b>	<b>29,919</b>	<b>9,1%</b>	<b>30,355</b>	<b>30,812</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-4,291</b>	<b>-4,593</b>	<b>58,695</b>	<b>56,138</b>	<b>5%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>3,151</b>	<b>3,217</b>	<b>-2%</b>	<b>4,171</b>	<b>4,368</b>	<b>-5%</b>	<b>-0,348</b>	<b>-0,241</b>	<b>6,974</b>	<b>7,344</b>	<b>-5%</b>
Abschreibungen	-1,403	-1,402	0%	-1,540	-1,381	-12%	-0,041	-0,024	-2,984	-2,807	-6%
<b>EBITA</b>	<b>1,748</b>	<b>1,815</b>	<b>-4%</b>	<b>2,631</b>	<b>2,987</b>	<b>-12%</b>	<b>-0,389</b>	<b>-0,265</b>	<b>3,990</b>	<b>4,537</b>	<b>-12%</b>
Abschreibungen aus Kaufpreisallokation	-0,148	-0,165	10%	-0,119	-0,021	-467%	0,000	0,000	-0,267	-0,186	-44%
<b>EBIT</b>	<b>1,600</b>	<b>1,650</b>	<b>-3%</b>	<b>2,512</b>	<b>2,966</b>	<b>-15,3%</b>	<b>-0,389</b>	<b>-0,265</b>	<b>3,723</b>	<b>4,351</b>	<b>-14%</b>
Finanzergebnis	-0,048	-0,072	33%	-0,069	-0,043	-60%	-0,192	0,000	-0,309	-0,115	-169%
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>1,552</b>	<b>1,578</b>	<b>-2%</b>	<b>2,443</b>	<b>2,923</b>	<b>-16%</b>	<b>-0,581</b>	<b>-0,265</b>	<b>3,414</b>	<b>4,236</b>	<b>-19%</b>
<b>EBITDA-Marge</b>	9,7%	10,8%		13,7%	14,2%				11,9%	13,1%	
<b>EBITA-Marge</b>	5,4%	6,1%		8,7%	9,7%				6,8%	8,1%	
<b>EBIT-Marge</b>	4,9%	5,5%		8,3%	9,6%				6,3%	7,8%	

Quelle: Solventis Research, PSI AG

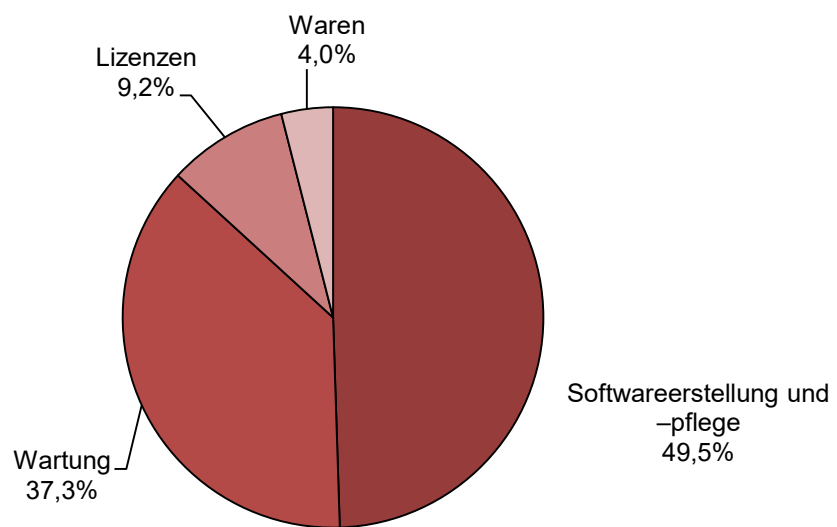
---

**PSI: Zusammensetzung Umsatz**

**Q1'2022**



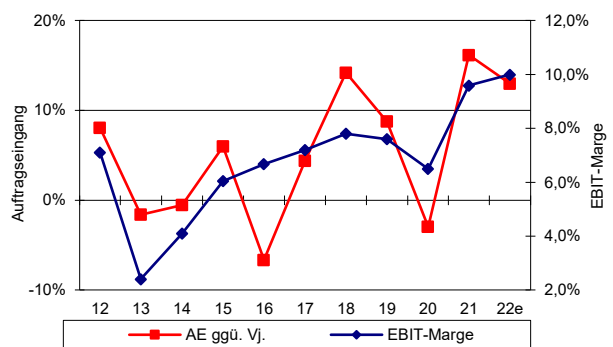
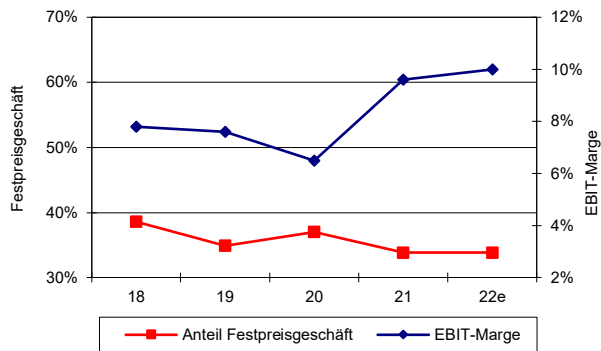
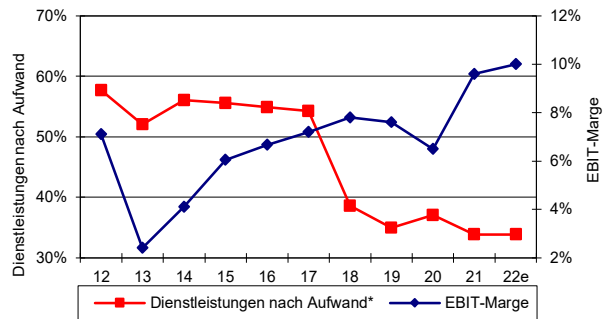
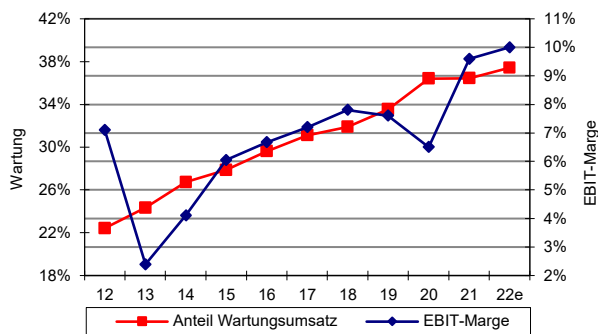
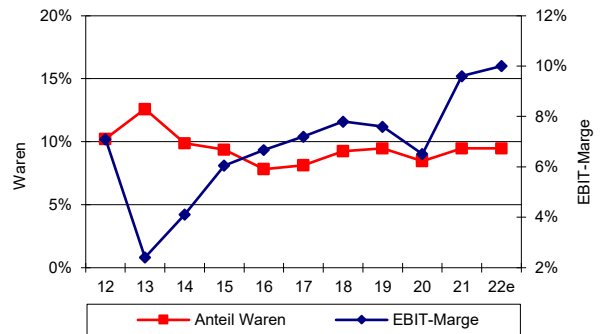
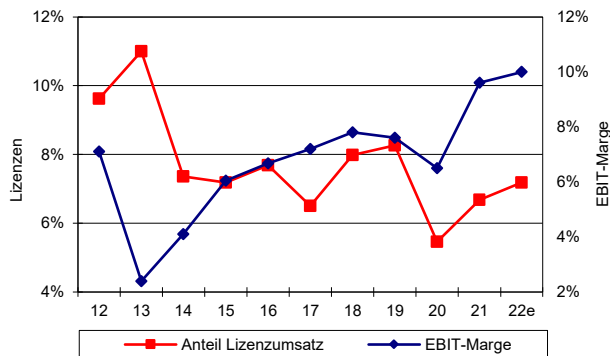
**Q1'2021**



Quelle: Solventis Research, PSI AG

---

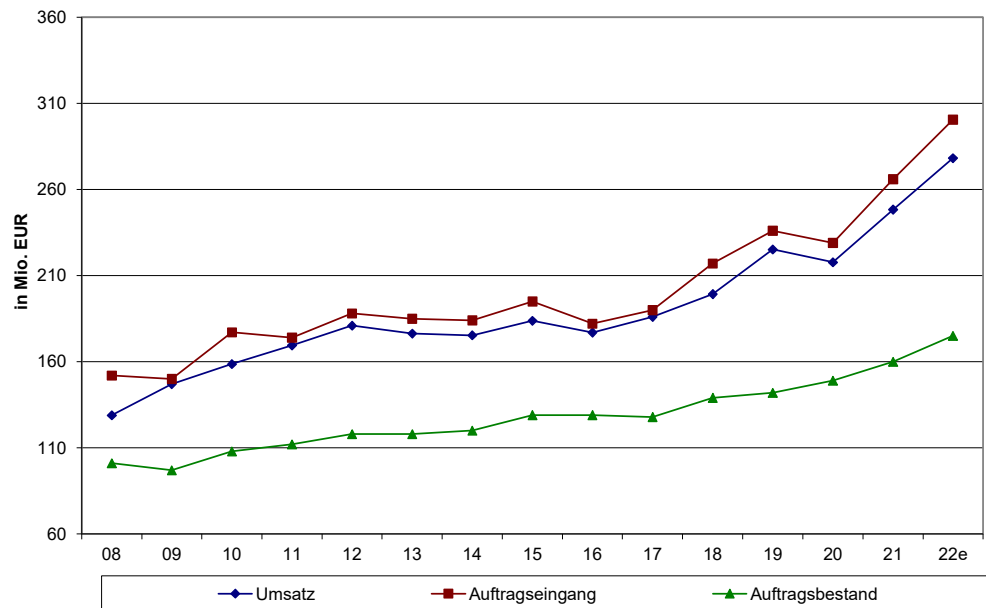
**PSI: Indikatoren der EBIT-Marge**



\*vor 2018 ist das Festpreisgeschäft in der Quote inkludiert

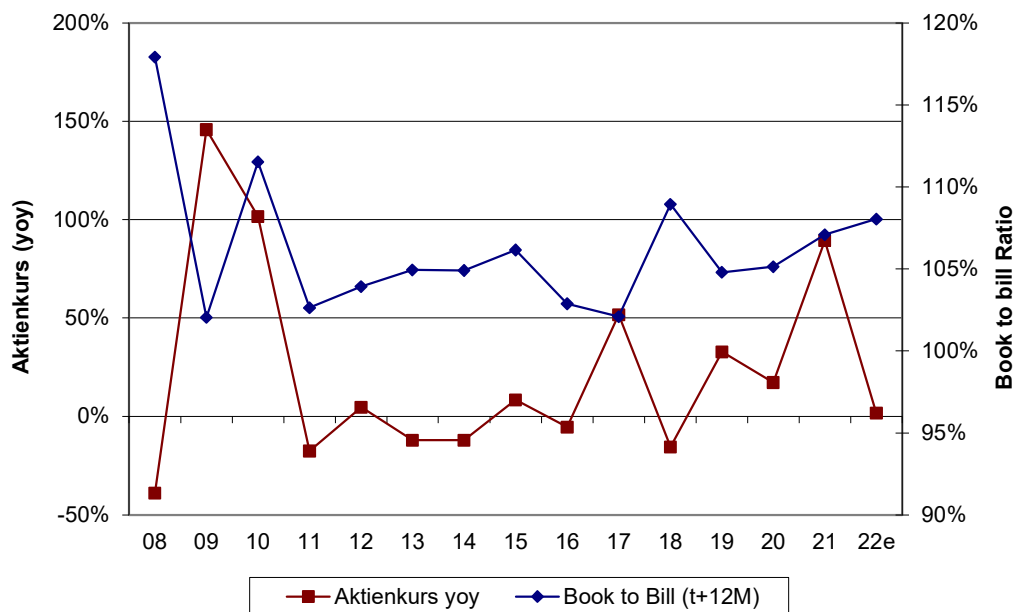
Quelle: Solventis Research, PSI AG

**PSI: Umsatz, Auftragseingang und -bestand**



Quelle: Solventis Research, PSI AG

**PSI: Book to Bill-Ratio und Aktienkurs**



Quelle: Solventis Research, PSI AG



**PSI: GuV (in Tsd. €)**

	2021	yoy	2022e	yoy	2023e	yoy	2024e	yoy
<b>Umsatz</b>	<b>248.389</b>	<b>14,0%</b>	<b>278.196</b>	<b>12,0%</b>	<b>308.797</b>	<b>11,0%</b>	<b>336.589</b>	<b>9,0%</b>
sonstige betriebliche Erträge	9.059	34,2%	10.689	18,0%	11.661	9,1%	12.727	9,1%
Materialaufwand	35.761	20,3%	40.052	12,0%	44.458	11,0%	48.459	9,0%
<b>Rohergebnis nach GKV</b>	<b>221.687</b>	<b>13,8%</b>	<b>248.833</b>	<b>12,2%</b>	<b>276.000</b>	<b>10,9%</b>	<b>300.857</b>	<b>9,0%</b>
Personalaufwand	158.709	12,3%	183.578	15,7%	196.497	7,0%	211.678	7,7%
sonstige betriebliche Aufwendungen	26.122	-0,5%	30.215	15,7%	32.341	7,0%	34.840	7,7%
<b>EBITDA</b>	<b>36.856</b>	<b>35,7%</b>	<b>35.039</b>	<b>-4,9%</b>	<b>47.162</b>	<b>34,6%</b>	<b>54.339</b>	<b>15,2%</b>
<b>EBITDA-Marge</b>	<b>14,84%</b>	<b>19,0%</b>	<b>12,60%</b>	<b>-15,1%</b>	<b>15,27%</b>	<b>21,3%</b>	<b>16,14%</b>	<b>5,7%</b>
Abschreibungen	13.047	6,8%	7.220	-44,7%	13.194	82,7%	13.948	5,7%
<b>EBIT</b>	<b>23.809</b>	<b>59,3%</b>	<b>27.820</b>	<b>16,8%</b>	<b>33.968</b>	<b>22,1%</b>	<b>40.391</b>	<b>18,9%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>9,59%</b>	<b>39,7%</b>	<b>10,00%</b>	<b>4,3%</b>	<b>11,00%</b>	<b>10,0%</b>	<b>12,00%</b>	<b>9,1%</b>
Erträge aus Beteiligungen	410	n.m.	410	0,0%	410	0,0%	410	0,0%
Zinserträge	237	n.m.	297	25,4%	358	20,4%	440	22,8%
Zinsaufwand	1.188	-7,6%	1.165	-2,0%	1.058	-9,2%	1.104	4,4%
Finanzergebnis	-541	57,9%	-457	15,5%	-290	36,7%	-255	12,1%
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)</b>	<b>23.268</b>	<b>70,3%</b>	<b>27.362</b>	<b>17,6%</b>	<b>33.678</b>	<b>23,1%</b>	<b>40.136</b>	<b>19,2%</b>
EBT-Marge	9,37%	49,3%	9,84%	5,0%	10,91%	10,9%	11,92%	9,3%
Steuern	7.431	119,7%	8.663	16,6%	10.569	22,0%	12.485	18,1%
Steuerquote	31,94%	29,0%	31,66%	-0,9%	31,38%	-0,9%	31,11%	-0,9%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>15.837</b>	<b>54,1%</b>	<b>18.699</b>	<b>18,1%</b>	<b>23.109</b>	<b>23,6%</b>	<b>27.651</b>	<b>19,7%</b>
Anzahl Aktien in Mio.	15,7	0,0%	15,7	0,0%	15,7	0,0%	15,7	0,0%
<b>Ergebnis je Aktie (EUR)</b>	<b>1,01</b>	<b>54,1%</b>	<b>1,19</b>	<b>18,1%</b>	<b>1,47</b>	<b>23,6%</b>	<b>1,76</b>	<b>19,7%</b>

Quelle: Solventis Research, PSI AG

**PSI: Bilanz (in Tsd. €)**

	2021	yoy	2022e	yoy	2023e	yoy	2024e	yoy
<b>Aktiva</b>								
Sachanlagen	14.556	-1,5%	14.752	1,3%	15.287	3,6%	16.048	5,0%
Leasing Nutzungsrechte	23.471	-2,8%	23.551	0,3%	24.224	2,9%	25.295	4,4%
Immaterielle Vermögenswerte	10.327	9,9%	11.445	10,8%	12.694	10,9%	13.971	10,1%
Firmenwerte	59.697	-1,8%	59.697	0,0%	59.697	0,0%	59.697	0,0%
Finanzanlagen	694	57,7%	694	0,0%	694	0,0%	694	0,0%
Latente Steuern	10.293	-32,3%	10.293	0,0%	10.293	0,0%	10.293	0,0%
<b>Summe Anlagevermögen</b>	<b>119.038</b>	<b>-4,6%</b>	<b>120.432</b>	<b>1,2%</b>	<b>122.888</b>	<b>2,0%</b>	<b>125.998</b>	<b>2,5%</b>
Kasse	67.478	66,7%	84.823	25,7%	102.268	20,6%	125.773	23,0%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	83.623	8,7%	93.658	12,0%	103.960	11,0%	113.317	9,0%
Vorräte	6.861	-20,8%	7.684	12,0%	8.530	11,0%	9.297	9,0%
Steuerforderungen	725	n.m.	725	0,0%	725	0,0%	725	0,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	5.667	-33,9%	5.667	0,0%	5.667	0,0%	5.667	0,0%
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>164.354</b>	<b>22,1%</b>	<b>192.557</b>	<b>17,2%</b>	<b>221.150</b>	<b>14,8%</b>	<b>254.778</b>	<b>15,2%</b>
Vermögen nicht fortgeführte Aktivitäten	730	n.m.	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>Summe Aktiva</b>	<b>284.122</b>	<b>9,5%</b>	<b>312.990</b>	<b>10,2%</b>	<b>344.038</b>	<b>9,9%</b>	<b>380.776</b>	<b>10,7%</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	-22.692	12,8%	-11.056	51,3%	4.204	138,0%	22.436	433,7%
Kumuliertes übriges comprehensive income	62.087	21,7%	62.872	1,3%	63.657	1,2%	65.226	2,5%
<b>Eigenkapital</b>	<b>114.717</b>	<b>14,3%</b>	<b>127.137</b>	<b>10,8%</b>	<b>143.182</b>	<b>12,6%</b>	<b>162.985</b>	<b>13,8%</b>
<b>Langfristige Schulden</b>								
Pensionsrückstellungen	53.123	-5,8%	59.498	12,0%	66.043	11,0%	71.986	9,0%
Übrige Rückstellungen	2.336	n.m.	2.616	12,0%	2.904	11,0%	3.165	9,0%
Finanzverbindlichkeiten	2.875	n.m.	2.875	0,0%	0	-100,0%	0	0,0%
langfristige Leasingverbindlichkeiten	18.055	-5,6%	18.116	0,3%	18.634	2,9%	19.458	4,4%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	8.553	-2,0%	9.579	12,0%	10.633	11,0%	11.590	9,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	637	-76,6%	713	12,0%	792	11,0%	863	9,0%
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>85.579</b>	<b>-1,6%</b>	<b>93.398</b>	<b>9,1%</b>	<b>99.006</b>	<b>6,0%</b>	<b>107.064</b>	<b>8,1%</b>
<b>Kurzfristige Schulden</b>								
Übrige Rückstellungen (kurz)	2.029	n.m.	2.272	12,0%	2.522	11,0%	2.749	9,0%
Finanzverbindlichkeiten (kurz)	864	1229,2%	248	-71,3%	0	-100,0%	0	0,0%
kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	6.103	11,0%	6.124	0,3%	6.299	2,9%	6.577	4,4%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	18.504	-42,0%	20.724	12,0%	23.004	11,0%	25.075	9,0%
Vertragsverbindlichkeiten	23.692	n.m.	26.535	12,0%	29.454	11,0%	32.105	9,0%
Sonstige Verbindlichkeiten (kurz)	32.634	-5,7%	36.550	12,0%	40.571	11,0%	44.222	9,0%
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>83.826</b>	<b>16,3%</b>	<b>92.454</b>	<b>10,3%</b>	<b>101.850</b>	<b>10,2%</b>	<b>110.728</b>	<b>8,7%</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>284.122</b>	<b>9,5%</b>	<b>312.990</b>	<b>10,2%</b>	<b>344.038</b>	<b>9,9%</b>	<b>380.776</b>	<b>10,7%</b>

Quelle: Solventis Research, PSI AG

**PSI: DCF-Modell (in Tsd. €)**

	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>Terminal Value</b>
<b>Umsatz</b>	248.389	278.196	308.797	336.589	361.833	379.925	387.523	
Veränderung in %	14,0%	12,0%	11,0%	9,0%	7,5%	5,0%	2,0%	
<b>EBITDA</b>	36.856	35.039	47.162	54.339	61.895	67.137	71.052	
EBITDA-Marge	14,8%	12,6%	15,3%	16,1%	17,1%	17,7%	18,3%	
<b>EBIT</b>	248.389	278.196	308.797	336.589	361.833	379.925	387.523	
EBIT-Marge	9,6%	10,0%	11,0%	12,0%	13,0%	13,5%	14,0%	
<b>NOPLAT</b>	16.205	19.012	23.308	27.827	32.536	35.619	37.827	49.560
Reinvestment Rate	-33,0%	37,8%	36,1%	30,6%	25,8%	19,4%	11,4%	8,2%
<b>FCFF</b>	21.554	11.823	14.903	19.314	24.149	28.696	33.510	976.679
<b>WACC</b>	5,8%	5,9%	6,0%	6,0%	6,1%	6,1%	6,2%	6,2%
<b>Kumuliertes WACC</b>		105,9%	112,2%	119,0%	126,3%	134,0%	142,3%	151,0%
<b>Barwerte der FCFF</b>		11.166	13.279	16.228	19.126	21.415	23.556	646.744
<b>Summe Barwerte FCFF</b>	<b>104.770</b>							
<b>Barwert Terminal Value</b>	<b>646.744</b>							
<b>in % des Unternehmenswertes</b>	<b>86,1%</b>							
<b>Wert des Unternehmens</b>	<b>751.513</b>							
<b>Netto-Finanzschulden</b>	<b>13.542</b>							
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>737.971</b>							
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>47,01</b>							

## 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: **29.04.2022, 16:00 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **29.04.2022, 16:30 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
03.05.21	Schlote, Watz	Kaufen	31,25 €	31,90 €	12 Monate
03.08.21	Schlote, Watz	Halten	39,10 €	42,50 €	12 Monate
04.11.21	Schlote, Watz	Kaufen	41,50 €	44,50 €	12 Monate
04.04.22	Schlote, Watz	Kaufen	47,00 €	39,55 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.04.21 - 31.03.22)		in %	Auftrags- research	in %
Kaufen	46	90,2%	44	86,3%
Halten	5	9,8%	5	9,8%
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%
Insgesamt	51	100,0%	49	96,1%

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

- sind am gezeichneten Kapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
- ist in Besitz einer Nettoverkaufs- oder Nettokaufposition von über 0,5% des Finanzinstruments.
- waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Emittenten federführend oder mitführend.
- waren Marketmaker oder Liquiditätsspender in den Finanzinstrumenten des Emittenten.
- haben mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen gemäß Anhang I Abschnitt A und B der Richtlinie 2014/65/EU getroffen, die innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gültig war oder in diesem Zeitraum eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung gegeben war.

Die Solventis Beteiligungen GmbH

1. hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Analyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Analyse getroffen.

Sonstige Beziehungen und Umstände, bei denen damit gerechnet werden kann, dass sie die Objektivität der Analyse beeinträchtigen, sind für die Solventis Beteiligungen GmbH betreffend ihr und den oben genannten Personen nicht kenntlich.

#### **4. Erstellung und Verbreitung**

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis Beteiligungen GmbH, Am Rosengarten 4, 55131 Mainz

Sitz: Mainz; HRB 47135, Amtsgericht Mainz; Geschäftsführer: Joachim Schmitt, Klaus Schlote.

b) Ersteller

**Klaus Schlote, CEFA-Analyst; Dennis Watz, Senior-Analyst**

#### **5. Erläuterung der Einschätzung der Solventis Beteiligungen GmbH / der zugrunde gelegten Annahmen**

- Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 10% aufweisen.
- Halten: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursgewinn und/oder einen absoluten Kursverlust von 10% nicht überschreiten.
- Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursverlust von mindestens 10% aufweisen.

Unabhängig von der vorgenommenen Einschätzung bestehen nach der Empfindlichkeitsanalyse deutliche Risiken aufgrund einer Änderung der zugrunde gelegten Annahmen. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck, bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten und bei der Angebotssituation für produktionsnotwendige Materialien, sowie der Nichtertritt 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 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.**