

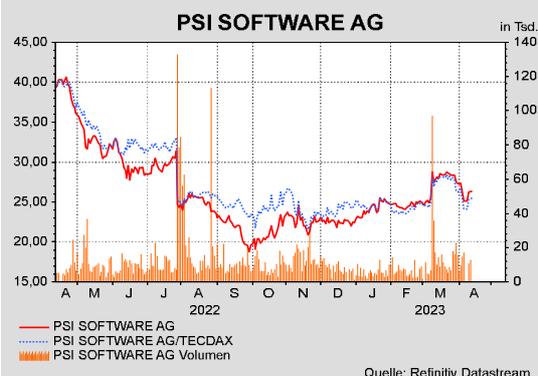
# PSI Software AG

## Kaufen (Kaufen)

Kursziel	34,50 € (34,50 €)
Kurspotenzial	30,9%
Kurs (12.04.2023)	26,35 €
ISIN	DE000A0Z1JH9
Marktkapitalisierung	413,6 Mio. €
Anzahl Aktien	15,7 Mio.
Marktsegment	Prime Standard
Homepage	www.psi.de

### Kennzahlen und Prognosen

in Mio. €/ je Aktie in €	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	247,9	270,3	302,7	333,0
EBITDA	34,0	38,7	45,6	52,4
EBITDA-Marge	13,7%	14,3%	15,1%	15,7%
EBIT	20,2	24,9	31,8	38,3
EBIT-Marge	8,1%	9,2%	10,5%	11,5%
Ergebnis je Aktie	0,61	1,09	1,39	1,68
Dividende je Aktie	0,40	0,50	0,60	0,70
Buchwert je Aktie	7,58	8,44	9,33	10,41
EV/Umsatz	1,5	1,6	1,4	1,2
EV/EBITDA	11,1	11,0	9,1	7,7
EV/EBIT	18,8	17,1	13,1	10,5
KGV	21,0	24,3	18,9	15,7
Dividendenrendite	1,8%	1,9%	2,3%	2,7%
Kurs/Buchwert	3,5	3,1	2,8	2,5



### Finanzkalender

- 27.04.2023: Q1-Bericht
- 23.05.2023: Hauptversammlung
- 27.07.2023: H1-Bericht

### Aktionärsstruktur

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

### Analysten

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

## PSI erreicht dank eines starken Q4'2022 die angepasste Guidance – Rückkehr auf den Wachstumskurs für 2023 geplant

Im Gj. 2022 erzielte PSI einen Umsatz von 247,9 Mio. € nach 245,5 Mio. € im Vorjahr, jeweils ohne das aufgegebene Russlandgeschäft. Beim EBIT konnte dank eines starken Schlussquartals die reduzierte Prognose mit 20,2 Mio. € (Vj. 25,0 Mio. €) erreicht werden. Unter dem Strich stand ein Jahresüberschuss von 9,7 Mio. € (Vj. 15,8 Mio. €). Das entspricht einem EPS von 0,62 € nach 1,01 € im Vorjahr. Im Jahresüberschuss ist ein negativer Effekt von 7,1 Mio. € (Vj. -1,7 Mio. €) enthalten, der mit dem Verkauf des Russlandgeschäfts zusammenhängt. Der Verkauf wurde wie geplant im Q1'2023 vollzogen, so dass es im laufenden Jahr keine weiteren negative Effekte hieraus geben wird. Für 2023 erwartet PSI einen Anstieg des Auftragseingangs und des Umsatzes um jeweils bis zu 10% sowie eine Steigerung des EBITs um etwa 20% auf 25 Mio. €. Auf Basis des GB passen wir unser DCF-Modell an und erhalten einen fairen Wert von 34,69 € je PSI-Aktie. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung mit Kursziel 34,50 €.

Mit Vorlage des GB 2022 bestätigte der Vorstand die „Vision PSI 2026“. Diese sieht einen Anstieg des Umsatzes auf 400 Mio. € und ein EBIT von 54 Mio. € (EBIT-Marge: 13,5%) vor. Die langfristigen Treiber für PSI sind weiter intakt, auch wenn es 2022 einen Rückschlag bei der Profitabilität gab.

Der Auftragseingang belief sich 2022 auf 253 Mio. € und lag damit um 4,9% unter dem Vorjahreswert. Insbesondere in den Regionen Westeuropa (-18,4%) und Deutschland (-8,2%) lag der Auftragseingang unter dem Vorjahr. Zulegen konnte PSI in der Region Nord- und Südamerika (+36,5%) sowie in China, Südostasien, Pazifik mit einem Wachstum von 18,6%. Nord- und Südamerika sowie China, Südostasien, Pazifik kommen zusammen auf einen Auftragseingang von 49,6 Mio. €. Deutschland ist mit 135 Mio. € am umsatzstärksten, gefolgt von Westeuropa mit 50 Mio. €.

Im Oktober 2022 verabschiedete die EU ihr 8. Sanktionspaket, welches ein Verbot für IT-Dienstleistungen in Russland vorsieht. Daraufhin hat PSI den Beschluss gefasst, alle Anteile an den russischen Tochtergesellschaften zu veräußern. Der Verkauf wurde 2023 vollzogen, damit ergeben sich keine weiteren Belastungen mehr im laufenden Jahr. Durch den Beschluss wurden die russischen Gesellschaften als zur Veräußerung bestimmte Geschäftsbereiche klassifiziert. Dies führte zu einer Anpassung der Zahlen für 2022 und für 2021. Der Umsatz reduzierte sich im Gj. 2022 um 7,4 Mio. € (Vj. 2,9 Mio. €). Das Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen belief sich auf -7,1 Mio. € (Vj. -1,7 Mio. €).

**Gj. 2022: Marge im Produktionsmanagement auf höchstem Niveau**

Bei den Segmenten zeigte sich 2022 ein gemischtes Bild. Während das Segment Energiemanagement mit einem Umsatzrückgang von 5,6% kämpfte, legte der Umsatz im Segment Produktionsmanagement um 9,4% zu. Im abgelaufenen Gj. konnte PSI weitere Fortschritte bei der Reduzierung des defizitären Festpreisgeschäfts erzielen. Der Umsatzanteil sank von 33,7% auf 29,4% und lag damit erstmals unter der 30%-Marke. Ebenfalls rückläufig war der Umsatzanteil mit Hard- /Fremdsoftware um 1,2 Prozentpunkte auf 8,4%. In Summe entfielen 37,8% (Vj. 43,3%) des Konzernumsatzes auf defizitäre bzw. niedrigmargige Umsätze. Normalerweise hätte sich der Rückgang in einer Margenausweitung zeigen müssen, aufgrund der Probleme im Segment Energiemanagement wurde der Effekt allerdings überlagert. Im wichtigen Bereich Wartung konnte PSI um 7,8% auf 96,5 Mio. € zulegen. Bei den Lizenzen gab es einen Rückgang von 16,0 Mio. € auf 14,3 Mio. €.

Das Segment **Produktionsmanagement** (Metall, Industrie, Logistik) konnte den Umsatz um 9,4% auf 117,5 Mio. € steigern. Gleichzeitig legte das EBIT überproportional um 23,2% auf 20,2 Mio. € zu. Das entspricht einer EBIT-Marge von 17,2% (Vj. 15,3%). Daran lässt sich gut erkennen, dass die PSI-Plattform Strategie funktioniert. Treiber waren insbesondere der Bereich Metallproduktion, die polnische Tochtergesellschaft und das Geschäft mit KI-Software.

Im Segment **Energiemanagement** kam es zu einem Umsatzrückgang von 138,1 Mio. € auf 130,4 Mio. € und das EBIT fiel von 9,7 Mio. € auf 1,4 Mio. €. Dieser Einbruch hängt insbesondere mit dem Redispatch-2.0 zusammen. Die Regulierung wurde wiederholt geändert, was Anpassungen der Software erforderlich machte. Die nachträglichen Änderungen konnte PSI im Wesentlichen nicht an die Kunden (Stadtwerke) weiterbelasten, da diese mit dem Gaspreisschock zu kämpfen hatten. Weiterhin arbeitet PSI daran, dass neue Leitsystem upgradefähig zu machen. Die dadurch anfallenden Kosten belaufen sich allein auf rund 10 Mio. € pro Jahr. Für 2023 plant PSI das Tempo bei der Umstellung noch einmal zu erhöhen.

### **Verkauf der russischen Tochtergesellschaften führt zu einem Verlust von 7,1 Mio. €**

Bereits im Q2'22 hatte PSI entschieden, die russischen Aktivitäten einzustellen und die russischen Gesellschaften abzuwickeln. Nachdem die EU ihr 8. Sanktionspaket im Oktober beschlossen hatte, welches ein Verbot für IT-Dienstleistungen in Russland vorsieht, wurde vom Vorstand der Entschluss gefasst, die Gesellschaften zu verkaufen. Der Verkauf wurde Anfang 2023 umgesetzt. Damit entstehen keine weiteren Belastungen aus der Russland-Thematik. Insgesamt beliefen sich die Verluste durch den Verkauf der russischen Tochtergesellschaften auf 7,1 Mio. €. Diese setzen sich zusammen aus dem operativen Verlust (-1,2 Mio. €), Wertberichtigungen auf Vermögenswerte (-3,3 Mio. €) und Rückstellungen aus Haftungsrisiken (-2,4 Mio. €).

### **PSI App Store mit starkem Wachstum in 2022 – weiteres Wachstum für 2023 auf 12 Mio. € (+60%) geplant**

Im abgelaufenen Gj. stieg der Umsatz im PSI App Store um 275% auf 7,5 Mio. €. Über 60 Kunden nutzten 2022 den App Store für neue Bestellungen. Die größte Einzelbestellung belief sich auf rund 1,5 Mio. €. Für das laufende Jahr rechnet PSI mit einer Steigerung der Umsätze um 60% auf 12 Mio. €. Neben der Gewinnung von neuen Kunden plant PSI, weitere Anwendungen App Store fähig zu machen, um so das Produktangebot zu erweitern. Die App Store Umsätze sind besonders margenstark, da die Integration nicht durch PSI erfolgt und nur die Softwareumsätze bei PSI gebucht werden. Der App Store ist ein wichtiger Baustein zum Erreichen der Vision 2026.

### **Jahresüberschuss geringer, Cashflow durch erhöhtes Working Capital belastet**

Beim Cashflow **aus laufender Tätigkeit** kam es zu einem deutlichen Rückgang auf 3,4 Mio. € nach 38,8 Mio. € im Vorjahr. Belastend wirkte zum einen der niedrigere Jahresüberschuss und zum anderen der Aufbau des Working Capital um 17,8 Mio. € (Vj. -6,7 Mio. €).

Der Cashflow aus **Investitionstätigkeit** lag mit -9,8 Mio. € um 4,8 Mio. € über dem Vorjahrswert (-5,0 Mio. €). Insbesondere die Investitionen in immaterielle Vermögenswerte stiegen von 1,6 Mio. € auf 7,0 Mio. €. Treiber waren hier aktivierte Softwareentwicklungskosten von 5,7 Mio. € (Vj. 0 Mio. €).

Über die **Finanzierungstätigkeit** flossen 15,9 Mio. € (Vj. 7,7 Mio. €) ab. Grund dafür war vor allem eine höhere Dividendenzahlung (6,3 Mio. €). Hinzu kamen Auszahlungen für den Erwerb eigener Anteile (6,1 Mio. €).

In Summe reduzierte sich der **Finanzmittelfonds** zum 31.12.2022 um 22,0 Mio. € auf 45,4 Mio. €. Ein Teil des Rückgangs (2,4 Mio. €) ergibt sich aus dem Ausweis der russischen Tochtergesellschaften als aufgegebenen Geschäftsbereiche. 2021 hatte der Finanzmittelfonds noch um 27,0 Mio. € auf 67,5 Mio. € zugenommen.

## Bewertung

Auf Basis des aktuellen Geschäftsberichts haben wir unser Modell angepasst. Für 2023 erwarten wir ein Wachstum von 9,0%, was auf einen Umsatz von 270 Mio. € hinauslaufen würde. In den folgenden Jahren lassen wir den Umsatz bis 2026 auf 366 Mio. € steigen. Damit liegen wir leicht unter der Mittelfristplanung, wonach PSI einen Umsatz von 400 Mio. € in 2026 anstrebt. Davon sollen rund 20 Mio. € aus Übernahmen kommen.

Beim EBIT erwarten wir einen Anstieg auf 24,8 Mio. €. Für die folgenden Jahre nehmen wir nur geringfügige Änderungen an unseren EBIT-Schätzungen vor.

Im Ergebnis erhalten wir für die PSI-Aktie einen **fairen Wert** von 34,69 € nach 34,50 €. Wir bestätigen unser Kursziel von 34,50 € und empfehlen die PSI-Aktie zum Kauf.

### PSI: DCF-Modell (in Tsd. €)

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminale Value
<b>Umsatz</b>	<b>270.252</b>	<b>302.683</b>	<b>332.951</b>	<b>366.246</b>	<b>395.546</b>	<b>411.368</b>	<b>421.652</b>	<b>430.085</b>	
Veränderung in %	9,0%	12,0%	10,0%	10,0%	8,0%	4,0%	2,5%	2,0%	
<b>EBITDA</b>	<b>38.721</b>	<b>45.569</b>	<b>52.432</b>	<b>60.523</b>	<b>68.891</b>	<b>78.017</b>	<b>82.559</b>	<b>89.431</b>	
EBITDA-Marge	14,3%	15,1%	15,7%	16,5%	17,4%	19,0%	19,6%	20,8%	
<b>EBIT</b>	<b>24.863</b>	<b>31.782</b>	<b>38.289</b>	<b>45.781</b>	<b>53.399</b>	<b>61.705</b>	<b>67.464</b>	<b>73.114</b>	
EBIT-Marge	9,2%	10,5%	11,5%	12,5%	13,5%	15,0%	16,0%	17,0%	
<b>NOPLAT</b>	<b>17.447</b>	<b>22.301</b>	<b>26.868</b>	<b>32.124</b>	<b>37.470</b>	<b>43.298</b>	<b>47.340</b>	<b>51.304</b>	<b>55.137</b>
Reinvestment Rate	-3,2%	34,3%	29,9%	28,3%	22,8%	12,9%	14,3%	10,8%	9,6%
<b>FCFF</b>	<b>17.996</b>	<b>14.654</b>	<b>18.832</b>	<b>23.020</b>	<b>28.917</b>	<b>37.699</b>	<b>40.588</b>	<b>45.744</b>	<b>776.537</b>
WACC	7,1%	7,1%	7,2%	7,3%	7,3%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Kumuliertes WACC	107,1%	114,7%	122,9%	131,9%	141,5%	152,0%	163,2%	175,3%	188,3%
<b>Barwerte der FCFF</b>	<b>16.808</b>	<b>12.778</b>	<b>15.325</b>	<b>17.458</b>	<b>20.432</b>	<b>24.808</b>	<b>24.870</b>	<b>26.092</b>	<b>412.338</b>

Berechnung Wert pro Aktie	Modellparameter TV	Sensitivitätsanalyse							
Summe Barwerte Planphase	158.572	EBIT-Marge	18,0%	<b>Wachstumsrate</b>					
Barwert Terminal Value	412.338	Steuersatz	29,8%	0,50%	0,75%	<b>1,00%</b>	1,25%	1,50%	
<i>in % des Unternehmenswerts</i>	<i>72,2%</i>	Ewiges Wachstum	1,0%	6,9%	34,81	35,88	37,04	38,30	39,68
<b>Unternehmenswerts</b>	<b>570.910</b>	WACC	7,4%	7,2%	33,76	34,75	35,82	36,97	38,23
Netto-Finanzschulden	26.365			<b>7,4%</b>	32,79	33,71	<b>34,69</b>	35,75	36,91
Minderheiten	0			7,7%	31,89	32,74	33,65	34,63	35,69
Beteiligungen	0			7,9%	31,05	31,83	32,68	33,59	34,57
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>544.545</b>				<b>EBIT-Marge</b>				
					16,0%	17,0%	<b>18,0%</b>	19,0%	20,0%
Anzahl an Aktien (in Mio.)	15,70			6,9%	33,53	35,28	37,04	38,80	40,56
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>34,69</b>			7,2%	32,45	34,14	35,82	37,50	39,18
				<b>7,4%</b>	31,46	33,08	<b>34,69</b>	36,30	37,92
				7,7%	30,55	32,10	33,65	35,20	36,75
				7,9%	29,70	31,19	32,68	34,17	35,66

Quelle: Solventis Research, PSI AG

## PSI: Peergroup-Vergleich

Unternehmen	Kurs in € 12.04.2023	KGV 2022	KGV 2023e	KGV 2024e	EV/EBITDA 2023e	EV/EBITDA 2024e	EV/EBIT 2023e	EV/EBIT 2024e	Ebit- Marge 2023e	Ebit- Marge 2024e	Kurs/ Buchwert 2023e	Kurs/ Buchwert 2024e	EV/Sales 2023e	EV/Sales 2024e	Dividenden rendite 2023e
CENIT AG	13,85	16,2	17,8	13,6	6,7	5,3	11,3	7,4	5,8%	7,8%	2,7	2,5	0,7	0,6	4,1%
SAP SE	116,62	49,4	21,6	18,6	15,1	12,4	17,7	15,1	25,1%	26,1%	3,2	3,0	4,4	3,9	2,1%
GK Software SE	190,00	-	31,9	24,8	14,1	11,2	20,9	15,3	12,3%	14,8%	4,5	3,9	2,6	2,3	0,0%
Nemetschek SE	64,76	34,0	47,8	40,2	29,1	24,6	36,2	29,7	23,6%	25,4%	10,3	8,9	8,6	7,5	0,9%
init innovation in traffic system	31,30	15,3	19,3	15,9	8,9	6,9	12,9	9,5	10,5%	11,3%	2,5	2,2	1,4	1,1	2,4%
ServiceNow Inc	429,00	243,2	51,3	41,5	32,4	24,9	39,5	30,1	26,0%	27,0%	13,4	9,5	10,3	8,1	0,0%
Salesforce Inc	173,19	805,1	26,5	21,3	13,3	11,1	18,9	14,6	27,2%	30,3%	2,9	2,6	5,1	4,4	0,0%
Workday Inc	174,48	-	36,7	30,0	22,0	18,0	28,8	21,6	22,2%	24,1%	7,6	6,1	6,4	5,2	0,0%
Durchschnitt		193,9	31,6	25,7	17,7	14,3	23,3	17,9	19,1%	20,9%	5,9	4,8	4,9	4,1	1,2%
Median		41,7	29,2	23,0	14,6	11,8	19,9	15,2	22,9%	24,7%	3,9	3,5	4,8	4,2	0,5%
PSI Software AG*	26,35	20,9	21,0	17,5	9,4	8,0	14,1	11,3	9,7%	10,6%	3,1	2,7	1,4	1,2	2,0%
Abweichung vom Median		-49,8%	-28,0%	-23,8%	-35,4%	-32,2%	-29,2%	-25,5%	-57,8%	-57,1%	-20,8%	-21,1%	-71,5%	-71,2%	322,5%

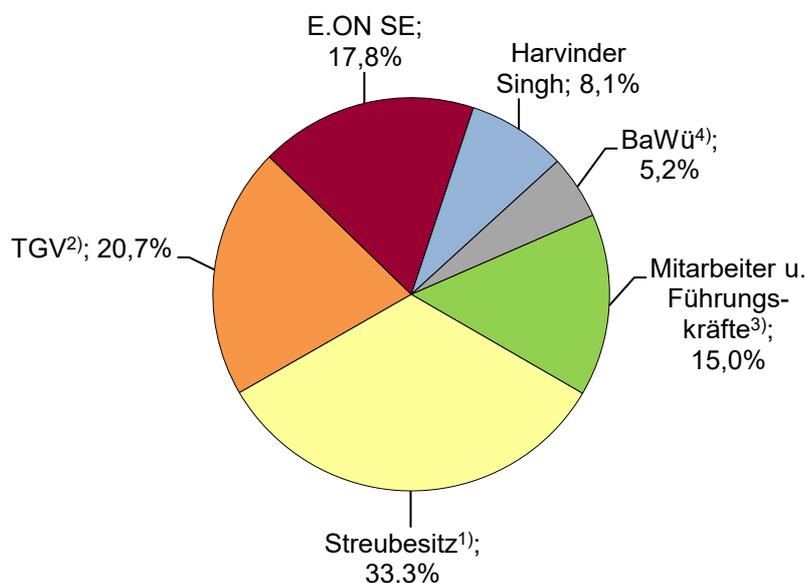
\* PSI Software AG Zahlen sind Konsens-Schätzungen

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

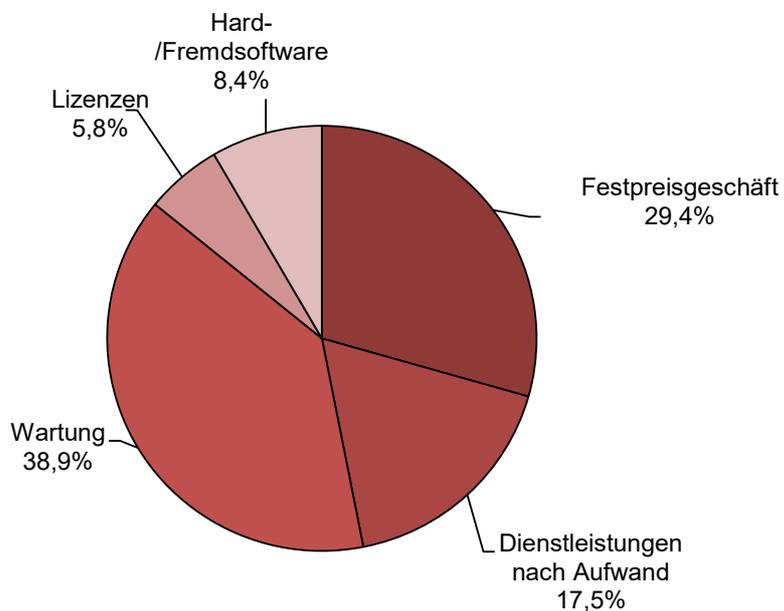
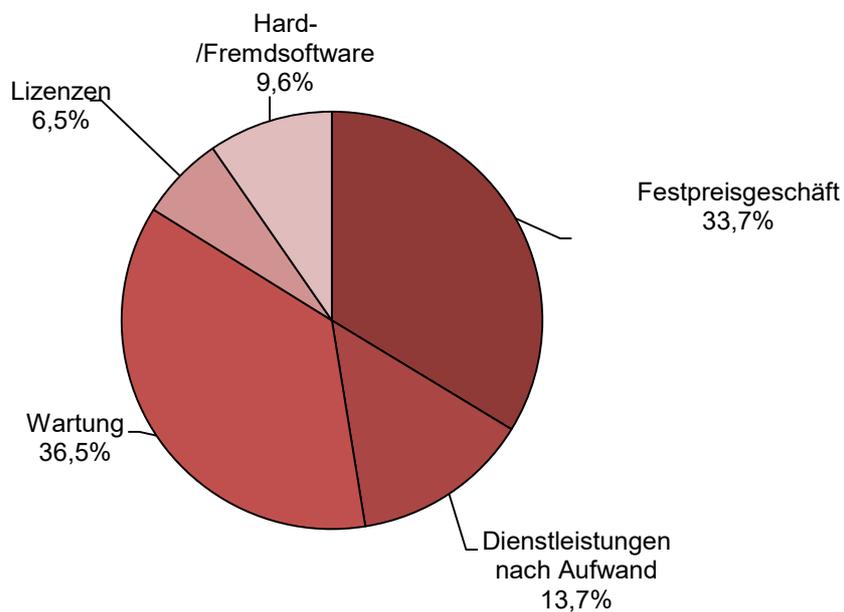
- 27.04.2023: Q1'Bericht
- 23.05.2023: Hauptversammlung
- 27.07.2023: H1'Bericht

**PSI: Segmente**

<i>in Mio. €</i>	Energie- management			Produktions- management			Überleitung		PSI- Konzern		
	2022	2021	ggü. Vorjahr	2022	2021	ggü. Vorjahr	2022	2021	2022	2021	ggü. Vorjahr
<b>Umsatzerlöse</b>											
Umsätze mit Fremden	130,412	138,065	-5,5%	117,526	107,428	9,4%	0,000	0,000	247,938	245,493	1,0%
Umsätze mit anderen Segmenten	3,067	3,109	-1,4%	17,235	16,296	5,8%	-20,302	-19,405	0,000	0,000	n.m.
<b>Umsätze gesamt</b>	<b>133,479</b>	<b>141,174</b>	<b>-5,5%</b>	<b>134,761</b>	<b>123,724</b>	<b>8,9%</b>	<b>-20,302</b>	<b>-19,405</b>	<b>247,938</b>	<b>245,493</b>	<b>1,0%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>7,879</b>	<b>16,157</b>	<b>-51,2%</b>	<b>27,496</b>	<b>22,954</b>	<b>19,8%</b>	<b>-1,375</b>	<b>-1,175</b>	<b>34,000</b>	<b>37,936</b>	<b>-10,4%</b>
Abschreibungen	-5,856	-5,814	-0,7%	-6,779	-5,940	-14,1%	-0,109	-0,065	-12,744	-11,800	-8,0%
<b>EBITA</b>	<b>2,023</b>	<b>10,343</b>	<b>-80,4%</b>	<b>20,717</b>	<b>17,014</b>	<b>21,8%</b>	<b>-1,484</b>	<b>-1,221</b>	<b>21,256</b>	<b>26,136</b>	<b>-18,7%</b>
Abschreibungen aus Kaufpreisallokation	-0,592	-0,522	-13,4%	-0,478	-0,388	-23,2%	0,000	0,000	-1,070	-0,910	-17,6%
<b>EBIT</b>	<b>1,431</b>	<b>9,732</b>	<b>-85,3%</b>	<b>20,239</b>	<b>16,444</b>	<b>23,1%</b>	<b>-1,484</b>	<b>-1,221</b>	<b>20,186</b>	<b>24,955</b>	<b>-19,1%</b>
Finanzergebnis	0,090	-0,103	187,4%	0,142	-0,266	153,4%	-0,494	-0,045	-0,262	-0,414	36,7%
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>1,521</b>	<b>9,629</b>	<b>-84,2%</b>	<b>20,381</b>	<b>16,178</b>	<b>26,0%</b>	<b>-1,978</b>	<b>-1,266</b>	<b>19,924</b>	<b>24,541</b>	<b>-18,8%</b>
<b>EBITDA-Marge</b>	5,9%	11,4%		20,4%	18,6%				13,7%	15,5%	
<b>EBITA-Marge</b>	1,5%	7,3%		15,4%	13,8%				8,6%	10,6%	
<b>EBIT-Marge</b>	1,1%	6,9%		15,0%	13,3%				8,1%	10,2%	

Quelle: Solventis Research, PSI AG

---

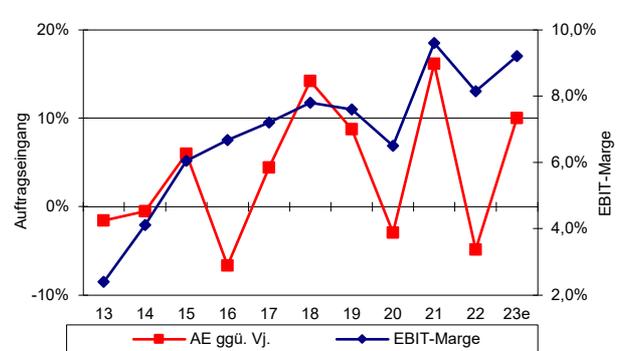
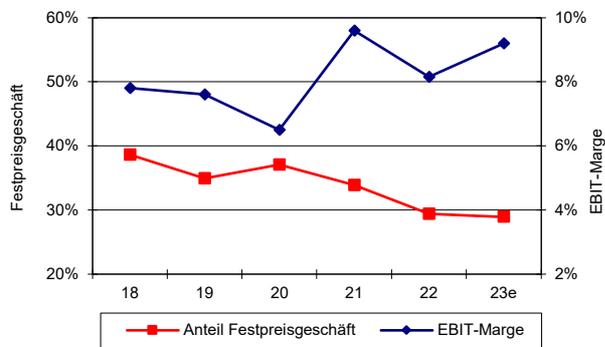
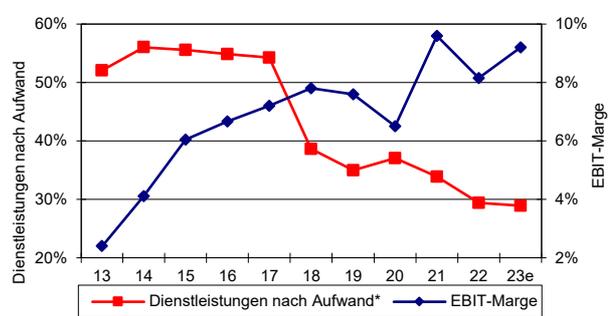
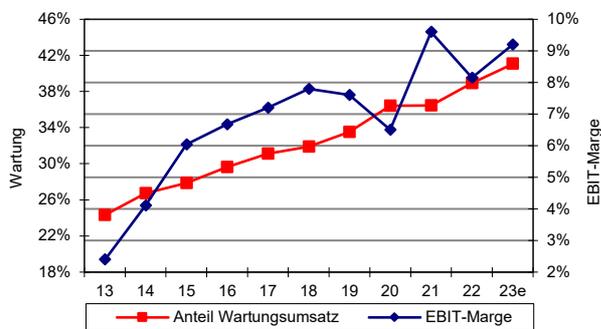
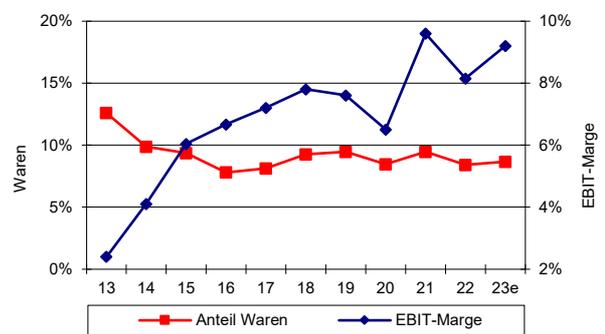
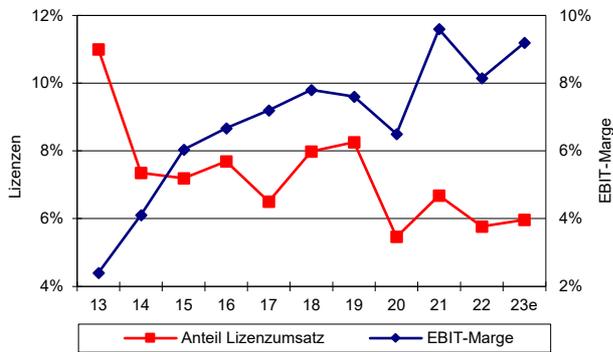
**PSI: Zusammensetzung Umsatz****2022****2021**

---

Quelle: Solventis Research, PSI AG

---

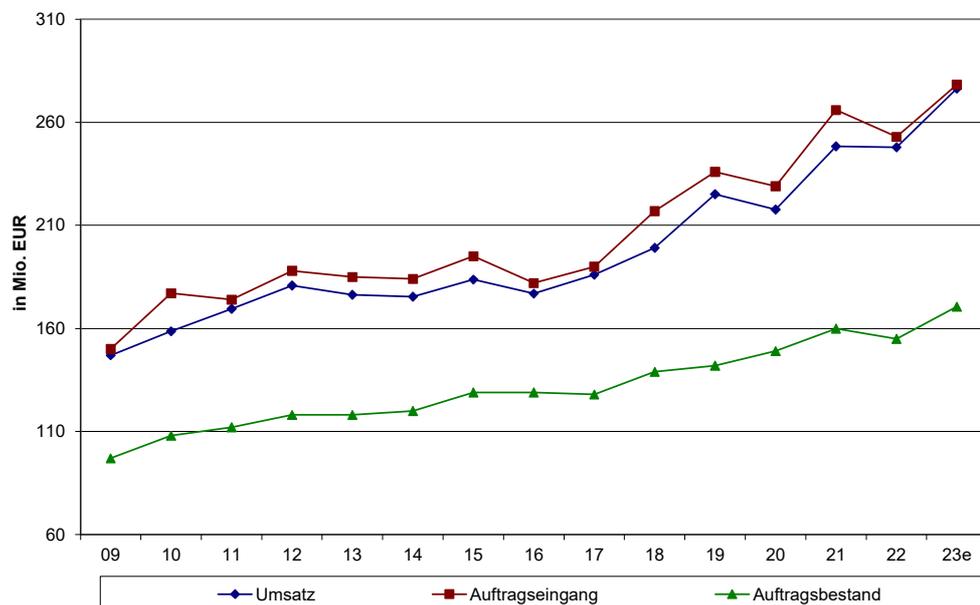
**PSI: Indikatoren der EBIT-Marge**



\*vor 2018 ist das Festpreisgeschäft in der Quote inkludiert

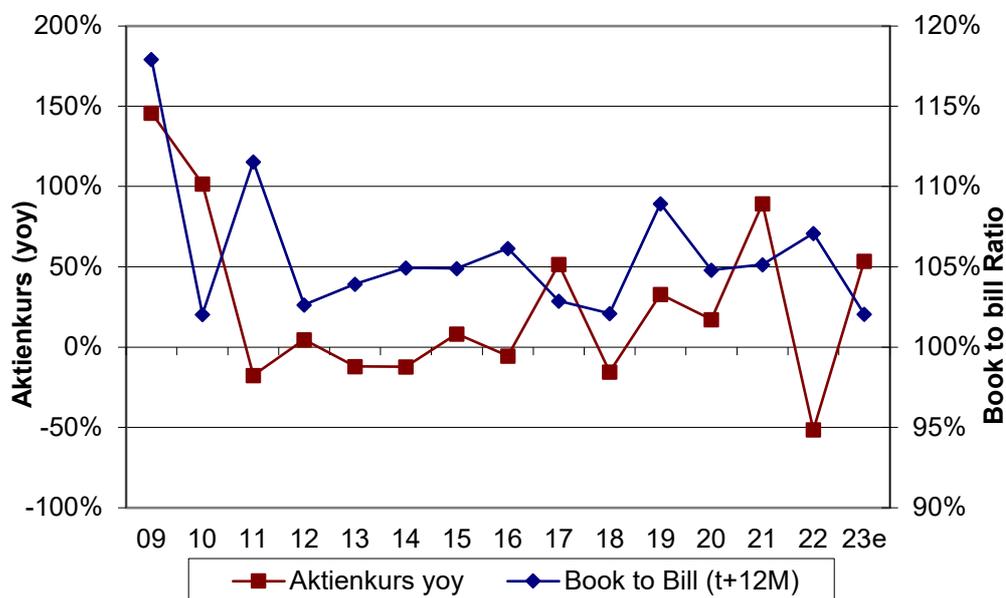
Quelle: Solventis Research, PSI AG

**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. €)**

	<b>2022</b>	yoy	<b>2023e</b>	yoy	<b>2024e</b>	yoy	<b>2025e</b>	yoy
<b>Umsatz</b>	<b>247.938</b>	<b>-0,2%</b>	<b>270.252</b>	<b>9,0%</b>	<b>302.683</b>	<b>12,0%</b>	<b>332.951</b>	<b>10,0%</b>
<b>Gesamtleistung</b>	<b>247.938</b>	<b>0,0%</b>	<b>270.252</b>	<b>0,0%</b>	<b>302.683</b>	<b>0,0%</b>	<b>332.951</b>	<b>0,0%</b>
sonstige betriebliche Erträge	13.633	50,5%	14.492	6,3%	16.329	12,7%	18.019	10,4%
Materialaufwand	36.302	1,5%	39.569	9,0%	44.317	12,0%	48.749	10,0%
<b>Rohergebnis nach GKV</b>	<b>225.269</b>	<b>1,6%</b>	<b>245.175</b>	<b>8,8%</b>	<b>274.694</b>	<b>12,0%</b>	<b>302.221</b>	<b>10,0%</b>
Personalaufwand	161.551	1,8%	174.377	7,9%	193.525	11,0%	210.978	9,0%
sonstige betriebliche Aufwendungen	29.718	13,8%	32.077	7,9%	35.600	11,0%	38.810	9,0%
<b>EBITDA</b>	<b>34.000</b>	<b>-7,7%</b>	<b>38.721</b>	<b>13,9%</b>	<b>45.569</b>	<b>17,7%</b>	<b>52.432</b>	<b>15,1%</b>
<b>EBITDA-Marge</b>	<b>13,71%</b>	<b>-1,1 pp</b>	<b>14,33%</b>	<b>0,6 pp</b>	<b>15,06%</b>	<b>0,7 pp</b>	<b>15,75%</b>	<b>0,7 pp</b>
Abschreibungen	13.814	5,9%	13.857	0,3%	13.787	-0,5%	14.143	2,6%
<b>EBIT</b>	<b>20.186</b>	<b>-15,2%</b>	<b>24.863</b>	<b>23,2%</b>	<b>31.782</b>	<b>27,8%</b>	<b>38.289</b>	<b>20,5%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>8,14%</b>	<b>-1,4 pp</b>	<b>9,20%</b>	<b>1,1 pp</b>	<b>10,50%</b>	<b>1,3 pp</b>	<b>11,50%</b>	<b>1,0 pp</b>
Erträge aus Beteiligungen	221	-46,1%	221	0,0%	221	0,0%	221	0,0%
Zinserträge	636	168,4%	353	-44,4%	444	25,7%	546	23,0%
Zinsaufwand	1.119	-5,8%	1.165	4,1%	1.285	10,3%	1.449	12,8%
Finanzergebnis	-262	51,6%	-591	-125,5%	-620	-4,9%	-682	-10,0%
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)</b>	<b>19.924</b>	<b>-14,4%</b>	<b>24.272</b>	<b>21,8%</b>	<b>31.162</b>	<b>28,4%</b>	<b>37.608</b>	<b>20,7%</b>
EBT-Marge	8,04%	-1,3 pp	8,98%	0,9 pp	10,30%	1,3 pp	11,30%	1,0 pp
Steuern	3.179	-57,2%	7.240	127,8%	9.296	28,4%	11.218	20,7%
Steuerquote	15,96%	-16,0 pp	29,83%	13,9 pp	29,83%	0,0 pp	29,83%	0,0 pp
Ergebnis nach Steuern aus fortgeführtem Geschäft	16.745	5,7%	17.032	1,7%	21.866	28,4%	26.389	20,7%
Ergebnis nach Steuern aus nicht fortgeführtem Geschäft	-7.051	n.m.	0	100,0%	0	n.m.	0	n.m.
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>9.694</b>	<b>-38,8%</b>	<b>17.032</b>	<b>75,7%</b>	<b>21.866</b>	<b>28,4%</b>	<b>26.389</b>	<b>20,7%</b>
Anzahl Aktien	15.697.366	0,0%	15.697.366	0,0%	15.697.366	0,0%	15.697.366	0,0%
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>0,62</b>	<b>-38,8%</b>	<b>1,09</b>	<b>75,7%</b>	<b>1,39</b>	<b>28,4%</b>	<b>1,68</b>	<b>20,7%</b>

Quelle: Solventis Research, PSI AG

**PSI: Bilanz (in Tsd. €)**

	2022	yoy	2023e	yoy	2024e	yoy	2025e	yoy
<b>Aktiva</b>								
Sachanlagen	14.190	-2,5%	14.370	1,3%	14.914	3,8%	15.713	5,4%
Leasing Nutzungsrechte	23.702	1,0%	23.569	-0,6%	23.812	1,0%	24.241	1,8%
Immaterielle Vermögenswerte	13.423	30,0%	13.215	-1,5%	13.677	3,5%	14.512	6,1%
Firmenwerte	59.767	0,1%	59.767	0,0%	59.767	0,0%	59.767	0,0%
Finanzanlagen	694	0,0%	694	0,0%	694	0,0%	694	0,0%
Latente Steuern	6.589	-36,0%	6.589	0,0%	6.589	0,0%	6.589	0,0%
<b>Summe Anlagevermögen</b>	<b>118.365</b>	<b>-0,6%</b>	<b>118.203</b>	<b>-0,1%</b>	<b>119.453</b>	<b>1,1%</b>	<b>121.517</b>	<b>1,7%</b>
Kasse	45.444	-32,7%	63.681	40,1%	80.194	25,9%	98.804	23,2%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	91.946	10,0%	95.000	3,3%	106.400	12,0%	117.040	10,0%
Vorräte	8.138	18,6%	8.870	9,0%	9.935	12,0%	10.928	10,0%
Steuerforderungen	2.829	290,2%	2.829	0,0%	2.829	0,0%	2.829	0,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	5.876	3,7%	5.876	0,0%	5.876	0,0%	5.876	0,0%
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>154.233</b>	<b>-6,2%</b>	<b>176.256</b>	<b>14,3%</b>	<b>205.234</b>	<b>16,4%</b>	<b>235.477</b>	<b>14,7%</b>
Vermögen nicht fortgeführte Aktivitäten	0	-100,0%	0	n.m.	0	0,0%	0	0,0%
<b>Summe Aktiva</b>	<b>272.598</b>	<b>-4,1%</b>	<b>294.460</b>	<b>8,0%</b>	<b>324.687</b>	<b>10,3%</b>	<b>356.994</b>	<b>10,0%</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	-21.800	3,9%	-15.741	27,8%	-6.558	58,3%	5.890	189,8%
Kumuliertes übriges comprehensive income	65.517	5,5%	72.855	11,2%	77.689	6,6%	82.212	5,8%
<b>Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz</b>	<b>119.039</b>	<b>3,8%</b>	<b>132.436</b>	<b>11,3%</b>	<b>146.453</b>	<b>10,6%</b>	<b>163.424</b>	<b>11,6%</b>
<b>Langfristige Schulden</b>								
Pensionsrückstellungen	42.633	-19,7%	46.470	9,0%	52.046	12,0%	57.251	10,0%
Übrige Rückstellungen	1.639	-29,8%	1.787	9,0%	2.001	12,0%	2.201	10,0%
Finanzverbindlichkeiten	75	-97,4%	75	0,0%	75	0,0%	75	0,0%
langfristige Leasingverbindlichkeiten	17.798	-1,4%	17.698	-0,6%	17.881	1,0%	18.203	1,8%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	4.892	-42,8%	5.332	9,0%	5.972	12,0%	6.569	10,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	562	-11,8%	613	9,0%	686	12,0%	755	10,0%
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>67.599</b>	<b>-21,0%</b>	<b>71.974</b>	<b>6,5%</b>	<b>78.661</b>	<b>9,3%</b>	<b>85.054</b>	<b>8,1%</b>
<b>Kurzfristige Schulden</b>								
Übrige Rückstellungen	2.308	13,8%	2.516	9,0%	2.818	12,0%	3.099	10,0%
Finanzverbindlichkeiten	4.667	440,2%	4.667	0,0%	4.667	0,0%	4.667	0,0%
kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	6.636	8,7%	6.599	-0,6%	6.667	1,0%	6.787	1,8%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	23.399	26,5%	25.505	9,0%	28.565	12,0%	31.422	10,0%
Vertragsverbindlichkeiten	22.983	-3,0%	25.051	9,0%	28.058	12,0%	30.863	10,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	23.589	-27,7%	25.712	9,0%	28.797	12,0%	31.677	10,0%
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>83.582</b>	<b>-0,3%</b>	<b>90.050</b>	<b>7,7%</b>	<b>99.572</b>	<b>10,6%</b>	<b>108.516</b>	<b>9,0%</b>
Schulden nicht fortgeführte Aktivitäten	2.378	n.m.	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>Summe Passiva</b>	<b>272.598</b>	<b>-4,1%</b>	<b>294.460</b>	<b>8,0%</b>	<b>324.687</b>	<b>10,3%</b>	<b>356.994</b>	<b>10,0%</b>

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: **13.04.2023, 13:00 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **13.04.2023, 13:30 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
29.04.22	Schlote, Watz	Kaufen	47,00 €	36,80 €	12 Monate
01.08.22	Schlote, Watz	Kaufen	40,70 €	24,35 €	12 Monate
02.11.22	Schlote, Watz	Kaufen	36,00 €	23,40 €	12 Monaten
30.03.23	Löchner	Kaufen	34,50 €	28,40 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.04.22 - 31.03.23)		in %	Auftrags- research	in %
Kaufen	60	95,2%	51	81,0%
Halten	3	4,8%	3	4,8%
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%
Insgesamt	63	100,0%	54	85,7%

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, Dennis Watz

b) Ersteller

**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.**