

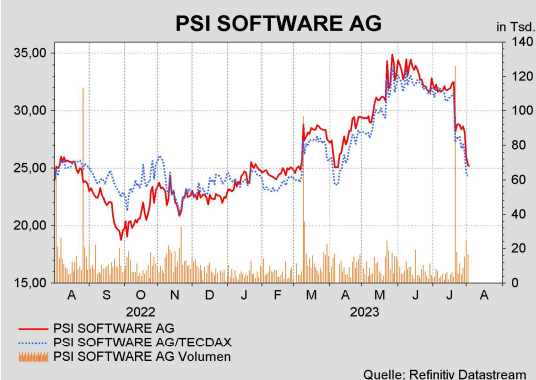
PSI Software AG

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	34,00 € (34,50 €)
Kurspotenzial	34,7%
Kurs (02.08.2023)	25,25 €
ISIN	DE000A0Z1JH9
Marktkapitalisierung	396,4 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	20,2	45,9	52,7
EBITDA-Marge	13,7%	7,5%	15,2%	15,8%
EBIT	20,2	5,9	31,8	38,3
EBIT-Marge	8,1%	2,2%	10,5%	11,5%
Ergebnis je Aktie	0,61	0,24	1,39	1,68
Dividende je Aktie	0,40	0,15	0,60	0,70
Buchwert je Aktie	7,58	7,64	8,85	9,93
EV/Umsatz	1,5	1,6	1,3	1,2
EV/EBITDA	11,1	20,8	8,8	7,4
EV/EBIT	18,8	70,7	12,7	10,2
KGv	21,0	106,5	18,1	15,0
Dividendenrendite	1,8%	0,6%	2,4%	2,8%
Kurs/Buchwert	3,5	3,3	2,9	2,5



Finanzkalender

- 27.10.2023: Q3-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

Nico Löchner
Tel.: +49 (0) 6131 – 48 60 653
nloechner@solventis.de

Einmalbelastungen von 14 Mio. € erfordern neue EBIT-Guidance für 2023 – Umsatz und Auftragseingangswachstum intakt

Aufgrund von Einmalbelastungen im H1'23 nahm PSI die Guidance für das EBIT 2023 von ~25 Mio. € auf 5 - 7 Mio. € zurück. Auftragseingang und Umsatz sollen 2023 unverändert jeweils um 10% wachsen. Auf der Corporate Ebene ergaben sich einmalige Belastungen aus dem Vorstandswechsel (4,0 Mio. €) und der SE-Umwandlung (0,5 Mio. €). Operative Belastungen resultierten im Bereich Elektrische Energie aus Redispatch 2.0 (3,0 Mio. €) sowie 4 Altprojekten (4,0 Mio. €), die vertraglich vor 2019 abgeschlossen wurden. Die mittelfristigen Ertragsziele (2026: EBIT 54 Mio. €) bestätigte das Management. Wir haben die Belastungen in unser DCF-Modell eingearbeitet und kommen nun auf einen fairen Wert von 34,00 € je PSI-Aktie nach 34,50 € und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Am 23.05.23 meldete PSI, dass mit **Siemens Energy** über eine strategische Zusammenarbeit/Partnerschaft verhandelt wird. Beide Unternehmen sind komplementär: PSI liefert die Software und Siemens Energy die Hardware. Dabei soll es sich um eine rein operative Zusammenarbeit handeln. Eine Beteiligung von Siemens Energy an PSI oder ähnliche Themen sollen nicht Teil der Gespräche sein. Ein USP von PSI ist die Unabhängigkeit von Hardware-Produzenten. Grundsätzlich kann jeder Hardware-Hersteller mit PSI zusammenarbeiten. Von daher schaut sich PSI sehr genau an, wenn man sich strategisch bindet.

Bei **Redispatch 2.0** handelt es sich um kein Leitsystem, sondern um ein Abrechnungssystem für eine große Zahl von Marktteilnehmern mit einem komplexen gesetzlichen und regulatorischen Anforderungsprofil. Es sind andere Verträge erforderlich als bei Leitsystemen, dem angestammten Geschäft von PSI. Dies war von PSI nicht früh genug erkannt worden, was zu Mängeln in den ~30 Verträgen führte. So müssen die zahlreichen regulatorischen Veränderungen abgearbeitet werden, ohne dass PSI dafür eine Vergütung erhält. Durch Nachverhandlungen konnte dies nur teilweise aufgefangen werden. Die Abnahme der Redispatch 2.0 Projekte ist für 2023 geplant.

PSI hat sich in der Vergangenheit häufig von den großen Übertragungs- und Verteilnetzbetreibern in rechtlich nachteilige Positionen z.B. bezogen auf Nachbelastungen drängen lassen. Bei den 4 Altverträgen (Leitsysteme) aus der Zeit vor 2019 konnten Zeitverzögerungen und Kapazitätsengpässe nicht an die Kunden weitergeben werden. Außerdem enthalten die Verträge keine Preisgleitklauseln, die das Inflationsrisiko begrenzen würden. Entsprechend reduzierte sich die Profitabilität der Verträge.

Hinzukommen analoge Wertberichtigungen bei kleineren Verträgen, sodass sich die **Einmalbelastungen** zum 30.06. auf insgesamt 14 Mio. € belaufen. Ob der designierte CEO Robert Klaffus, der am 01.11.23 bei PSI beginnt, darüber hinaus weiteren Anpassungsbedarf sieht, bleibt abzuwarten. Derzeit gibt es dafür keine Anhaltspunkte.

Nach den Worten von Gunnar Glöckner, seit 01.07.21 CFO und aktuell Alleinvorstand, ist damit für alle erkennbaren Risiken im Halbjahresabschluss bilanzielle Vorsorge getroffen worden. Im Q3'23 soll infolge des Kapazitätsthemas im Segment Energiemanagement noch eine leichte Verlustsituation bestehen, die sich im Q4'23 auflöst. Die beschriebenen Belastungsfaktoren werden mit Hochdruck angegangen und sollen bis Jahresende aus den Büchern sein. Daran arbeitet das zum 01.07.23 im Bereich Elektrische Netze **neu eingesetzte Management** intensiv.

Außerdem wurden intern die Prozesse verändert, um solche Risiken zukünftig zu vermeiden bzw. auszuschließen. Die Kapazitäten für die rechtliche und betriebswirtschaftliche Beurteilung von Verträgen wurden aufgestockt und die zuständigen Fachleute sind jetzt bei Auftragsannahme und den Vertragsverhandlungen stärker eingebunden. Der Vertrag mit dem Schweizer Übertragungsnetzbetreiber Swissgrid, der über 3 Jahre läuft, soll eine für PSI **verbesserte Risikostruktur** haben mit klaren Spielregeln, z.B. bezüglich der Berechnung von Mehr- und Minderlisten.

Im **Produktionsmanagement** wurde der Umsatz im H1'23 ggü. Vj. um 11,5% auf 61,5 Mio. € gesteigert bei einer EBIT-Zunahme um 4,5% auf 8,1 Mio. €. Für einen in Zentraleuropa führenden polnischen Händler von Autoteilen gewann PSI Polen einen Großauftrag über die Lieferung der Lagerlogistiksoftware. PSI Metals läuft in den USA und Südamerika sehr gut. Die polnischen Aktivitäten, die als verlängerte Werkbank begannen, werden immer unabhängiger und etablieren sich zusehends auf der Produktseite.

Für das Segment Produktionsmanagement stellt PSI ein EBIT von gut 18 Mio. € (Vj. 20,2 Mio. €) in Aussicht. Im Vorjahr war eine **Forschungszulage** von ~4 Mio. € für die polnische Tochter enthalten. Bereinigt um diesen Effekt erhöht sich das EBIT ggü. Vj. Möglicherweise wird es auch 2023 eine Forschungszulage geben. Das **Produktionsmanagement wächst operativ jährlich mit ~20% bei sehr stabilen Gewinnen**.

Im **Energiemanagement** ging der Umsatz ggü. Vj. um 5,7% auf 57,8 Mio. € zurück. Das Segment-EBIT fiel vor dem Hintergrund der geschilderten Einmalbelastungen auf -8,2 Mio. € (Vj. +0,9 Mio. €). Im H2'23 ist mit einem deutlichen Umsatzsprung zu rechnen. Dazu tragen neue Aufträge bei und vor allem der Wegfall **unproduktiver Stunden** aus Altprojekten und Redispatch 2.0. Das Segment-EBIT sollte im positiven Bereich abschließen.

Potenziale ergeben sich aus der Digitalisierung der **Niederspannungsnetze** in den Kommunen. Hier sollten regional begrenzte, Java basierte Leitsysteme zum Einsatz kommen, die von PSI Polen entwickelt werden. Diese regionalen Leitsysteme erfordern andere Eigenschaften als die Leitsysteme für überregionale Übertragungs- und Verteilnetzbetreiber. Es ist eine der Frage der Zeit, bis sich der **Investitionsstau** für die regionalen Leitsysteme löst.

Der **PSI App Store** konnte den Umsatz im H1'23 um 35% erhöhen. Das Management zeigt sich zuversichtlich, dass das Umsatzziel für 2023 im Bereich von 12-15 Mio. € erreicht werden kann. Dazu trägt die Saisonalität des PSI-Geschäfts bei, aber auch der Verkauf neuer Produkte über den PSI App Store.

Im Konzern resultiert das Umsatzwachstum im H2'23 nahezu vollständig aus der Verschiebung von unproduktiven Stunden zu produktiven Stunden. Unproduktive

Stunden werden von Kunden nicht bezahlt und leisten entsprechend auch keinen Umsatz und Ergebnisbeitrag, siehe oben.

Bewertung

Aufgrund der Anpassung der EBIT-Prognose nehmen wir Änderungen an unserem Modell vor. Das EBIT sehen wir für 2023 nun bei 5,9 Mio. € (EBIT-Marge: 2,2%). Damit liegen wir in der Mitte der angepassten Prognose. In den Folgejahren haben wir keine Änderungen am EBIT vorgenommen. Unsere Schätzungen für den Umsatz bleiben unverändert.

Im Ergebnis sinkt der faire Wert der PSI-Aktie auf 33,98 € (vorher: 34,69 €). Wir reduzieren unser Kursziel von 34,00 € und empfehlen die PSI-Aktie zum Kauf.

PSI: DCF-Modell (in Tsd. €)

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminale Value
Umsatz	270.252	302.683	332.951	366.246	395.546	411.368	421.652	430.085	
Veränderung in %	9,0%	12,0%	10,0%	10,0%	8,0%	4,0%	2,5%	2,0%	
EBITDA	20.190	45.857	52.652	60.695	69.026	78.125	82.645	89.502	
EBITDA-Marge	7,5%	15,2%	15,8%	16,6%	17,5%	19,0%	19,6%	20,8%	
EBIT	5.946	31.782	38.289	45.781	53.399	61.705	67.464	73.114	
EBIT-Marge	2,2%	10,5%	11,5%	12,5%	13,5%	15,0%	16,0%	17,0%	
NOPLAT	4.172	22.301	26.868	32.124	37.470	43.298	47.340	51.304	55.137
Reinvestment Rate	-22,4%	33,0%	29,1%	27,8%	22,5%	12,7%	14,1%	10,7%	9,6%
FCFF	5.109	14.942	19.052	23.192	29.052	37.807	40.674	45.815	775.639
WACC	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%	7,3%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Kumuliertes WACC	107,0%	114,6%	122,8%	131,7%	141,4%	151,8%	163,0%	175,1%	188,1%
Barwerte der FCFF	4.773	13.037	15.514	17.610	20.552	24.908	24.949	26.159	412.251

Berechnung Wert pro Aktie	Modellparameter TV	Sensitivitätsanalyse								
Summe Barwerte Planphase	147.503	EBIT-Marge	18,0%	Wachstumsrate						
Barwert Terminal Value	412.251	Steuersatz	29,8%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%		
<i>in % des Unternehmenswerts</i>	<i>73,6%</i>	Ewiges Wachstum	1,0%	6,9%	34,10	35,17	36,33	37,59	38,96	
Unternehmenswerts	559.754	WACC	7,4%	WACC	7,2%	33,06	34,04	35,11	36,26	37,52
Netto-Finanzschulden	26.365			7,4%	32,08	33,00	33,98	35,04	36,19	
Minderheiten	0			7,7%	31,18	32,03	32,94	33,92	34,98	
Beteiligungen	0			7,9%	30,34	31,13	31,97	32,88	33,86	
Wert des Eigenkapitals	533.389				EBIT-Marge					
					16,0%	17,0%	18,0%	19,0%	20,0%	
Anzahl an Aktien (in Mio.)	15,70			WACC	6,9%	32,81	34,57	36,33	38,08	39,84
Wert pro Aktie	33,98			7,2%	31,74	33,42	35,11	36,79	38,47	
				7,4%	30,75	32,37	33,98	35,59	37,21	
				7,7%	29,84	31,39	32,94	34,49	36,04	
				7,9%	28,99	30,48	31,97	33,46	34,95	

Quelle: Solventis Research, PSI Software AG

PSI: Peergroup-Vergleich

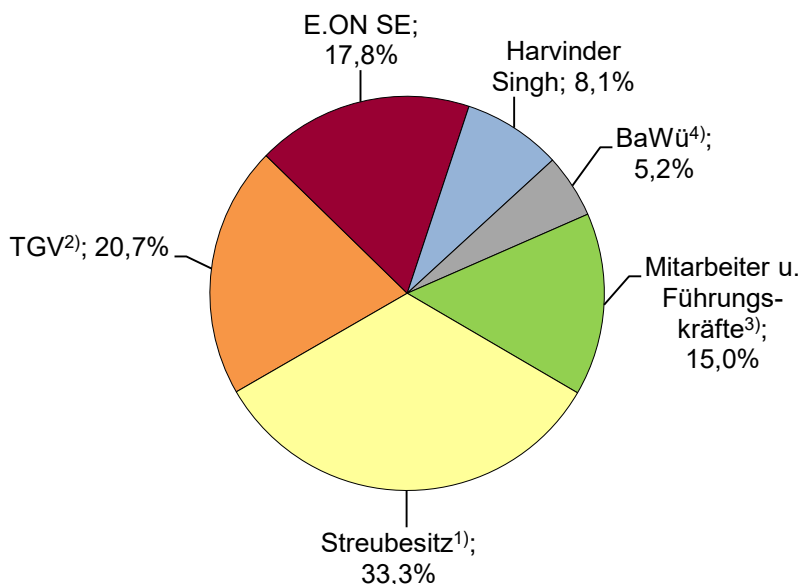
Unternehmen	Kurs in € 02.08.2023	KGV 2022	KGV 2023e	KGV 2024e	EV/EBITDA 2023e	EV/EBITDA 2024e	EV/EBIT 2023e	EV/EBIT 2024e	Ebit- Marge 2023e	Ebit- Marge 2024e	Kurs/ Buchwert 2023e	Kurs/ Buchwert 2024e	EV/Sales 2023e	EV/Sales 2024e	Dividenden rendite 2023e
CENIT AG	12,60	16,2	16,9	13,7	6,6	5,7	10,9	8,9	5,6%	6,4%	2,7	2,6	0,6	0,6	4,1%
init innovation in traffic syste	30,60	15,3	17,6	14,9	9,0	7,2	12,9	9,9	10,9%	11,8%	2,4	2,2	1,4	1,2	2,8%
Nemetschek SE	66,02	34,0	49,4	41,5	30,6	25,7	38,0	31,2	23,4%	25,2%	10,6	9,2	8,9	7,9	0,9%
Salesforce Inc	201,63	805,1	29,6	24,5	14,6	12,3	21,3	16,5	28,1%	30,8%	3,5	3,1	6,0	5,1	0,0%
SAP SE	122,40	49,4	23,6	19,8	15,1	13,4	17,0	14,7	27,5%	28,9%	3,2	3,1	4,7	4,2	2,1%
ServiceNow Inc	514,97	243,2	56,5	45,9	39,6	30,2	46,9	35,6	26,5%	28,0%	14,6	11,0	12,4	10,0	0,0%
Workday Inc	209,60	-126,1	43,4	36,0	29,2	23,3	34,6	26,9	23,0%	24,1%	9,1	7,4	8,0	6,5	0,0%
Durchschnitt		148,2	33,9	28,1	20,7	16,8	25,9	20,5	20,7%	22,2%	6,6	5,5	6,0	5,1	1,4%
Median		34,0	29,6	24,5	15,1	13,4	21,3	16,5	23,4%	25,2%	3,5	3,1	6,0	5,1	0,9%
PSI Software AG*	25,25	20,9	21,0	16,9	11,2	8,2	18,1	11,9	7,9%	10,4%	3,0	2,6	1,4	1,2	1,8%
Abweichung vom Median		-38,5%	-28,9%	-31,1%	-25,4%	-38,7%	-15,1%	-28,1%	-66,4%	-58,6%	-15,5%	-14,6%	-76,2%	-75,7%	88,8%

* PSI Software AG Zahlen sind Konsens-Schätzungen
Quelle: Solventis Research, PSI Software 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 Software AG

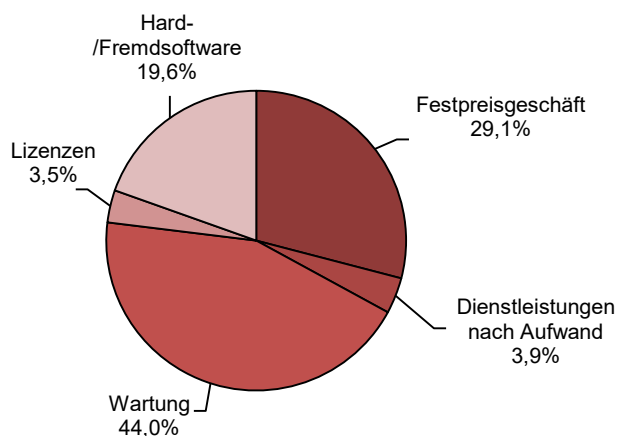
PSI: Segmente (in Mio. €)

	Energiemanagement			Produktionsmanagement			Überleitung		PSI-Konzern		
	H1'23	H1'22	ggü. Vj.	H1'23	H1'22	ggü. Vj.	H1'23	H1'22	H1'23	H1'22	ggü. Vj.
Umsatzerlöse											
Umsätze mit Fremden	57,759	61,272	-5,7%	61,508	55,178	11,5%	0,000	0,000	119,267	116,450	2,4%
Umsätze mit anderen Segmenten	1,594	1,610	-1,0%	9,624	9,266	3,9%	-11,218	-10,876	0,000	0,000	n.m.
Umsätze gesamt	59,353	62,882	-5,6%	71,132	64,444	10,4%	-11,218	-10,876	119,267	116,450	2,4%
EBITDA	-4,772	4,076	-217,1%	11,795	11,179	5,5%	-5,007	-0,528	2,016	14,727	-86,3%
Abschreibungen	-3,179	-2,844	-11,8%	-3,410	-3,144	-8,5%	-0,255	-0,025	-6,844	-6,013	-13,8%
EBITA	-7,951	1,232	-745,4%	8,385	8,035	4,4%	-5,262	-0,553	-4,828	8,714	-155,4%
Abschreibungen aus Kaufpreisallokation	-0,296	-0,296	0,0%	-0,239	-0,239	0,0%	0,000	0,000	-0,535	-0,535	0,0%
EBIT	-8,247	0,936	-981,1%	8,146	7,796	4,5%	-5,262	-0,553	-5,363	8,179	-165,6%
Finanzergebnis	-0,318	0,101	414,9%	-0,183	-0,030	-510,0%	-0,430	-0,048	-0,931	0,023	4147,8%
Ergebnis vor Steuern	-8,565	1,037	-925,9%	7,963	7,766	2,5%	-5,692	-0,601	-6,294	8,202	-176,7%
EBITDA-Marge	-8,0%	6,5%		16,6%	17,3%				1,7%	12,6%	
EBITA-Marge	-13,4%	2,0%		11,8%	12,5%				-4,0%	7,5%	
EBIT-Marge	-13,9%	1,5%		11,5%	12,1%				-4,5%	7,0%	

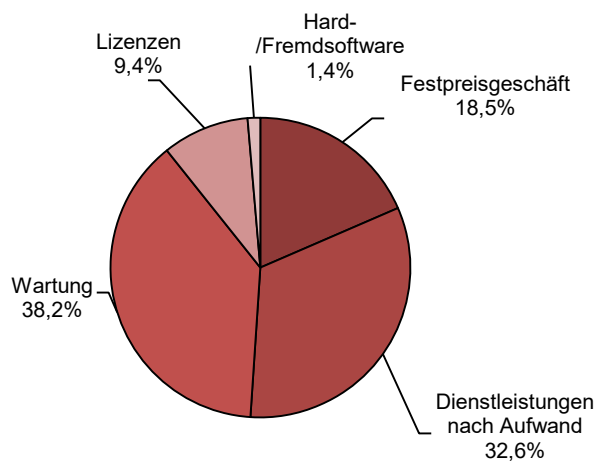
Quelle: Solventis Research, PSI Software AG

PSI: Zusammensetzung der Segmentumsätze

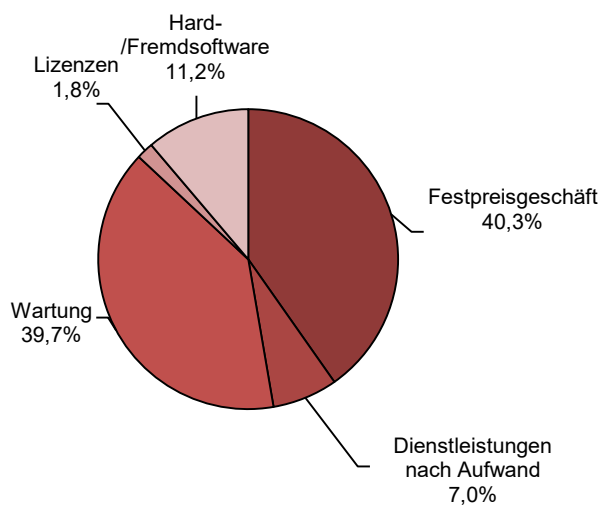
**H1'23
Energiemanagement**



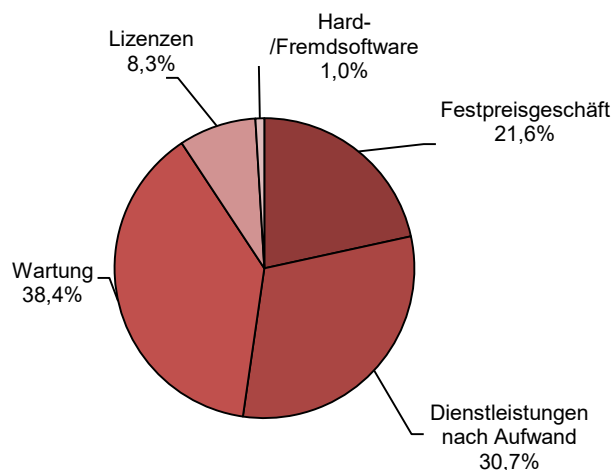
Produktionsmanagement



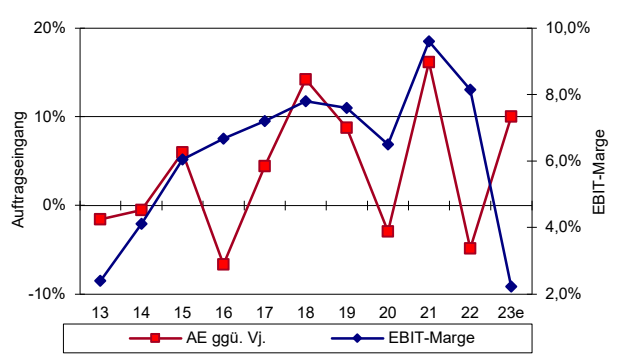
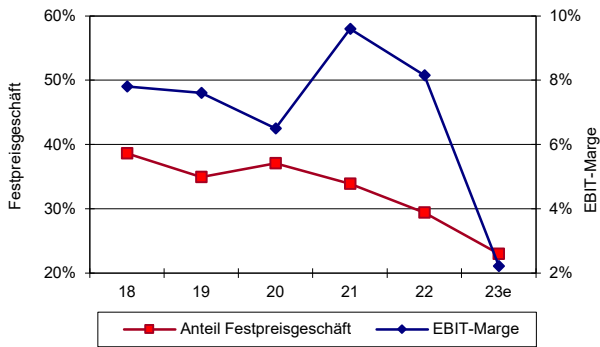
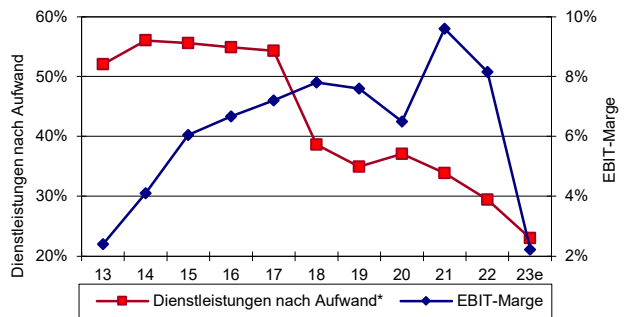
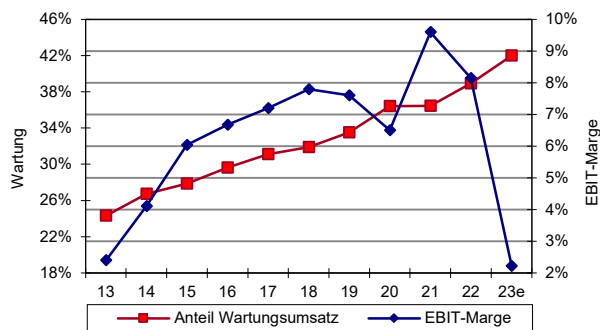
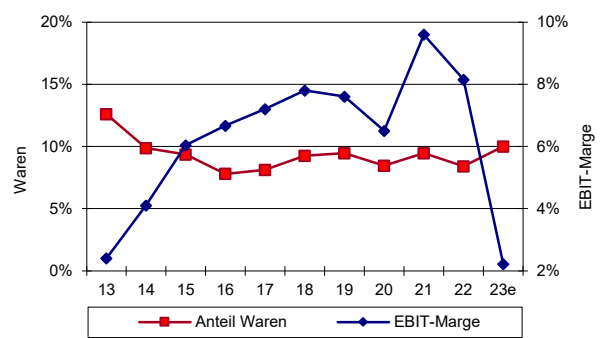
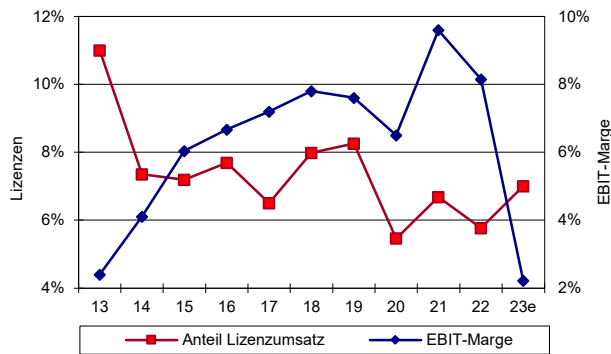
**H1'22
Energiemanagement**



Produktionsmanagement



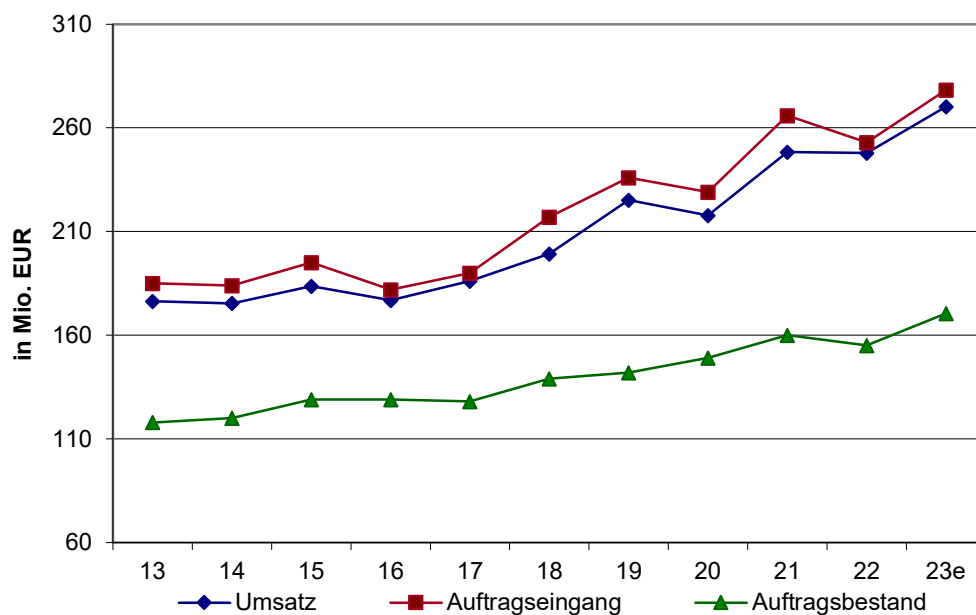
PSI: Indikatoren der EBIT-Marge



*vor 2018 ist das Festpreisgeschäft in der Quote inkludiert

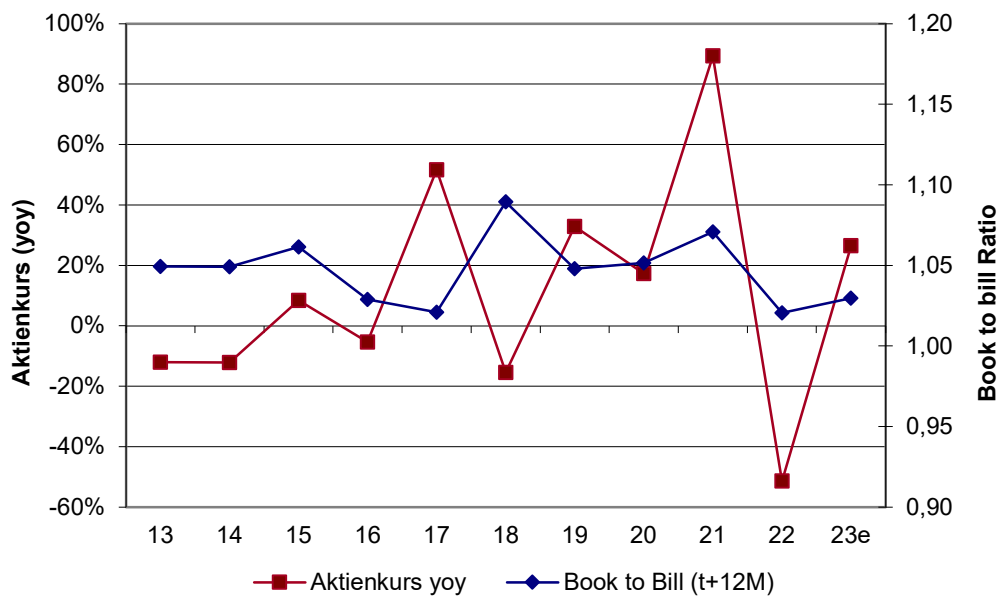
Quelle: Solventis Research, PSI Software AG

PSI: Umsatz, Auftragseingang und -bestand



Quelle: Solventis Research, PSI Software AG

PSI: Book to Bill-Ratio und Aktienkurs



Quelle: Solventis Research, PSI Software AG

PSI: GuV (in Tsd. €)

	2022	yoy	2023e	yoy	2024e	yoy	2025e	yoy
Umsatz	247.938	-0,2%	270.252	9,0%	302.683	12,0%	332.951	10,0%
sonstige betriebliche Erträge	13.633	50,5%	14.470	6,1%	16.312	12,7%	18.007	10,4%
Materialaufwand	36.302	1,5%	39.569	9,0%	44.317	12,0%	48.749	10,0%
Rohergebnis nach GKV	225.269	1,6%	245.153	8,8%	274.677	12,0%	302.209	10,0%
Personalaufwand	161.551	1,8%	190.010	17,6%	193.268	1,7%	210.782	9,1%
sonstige betriebliche Aufwendungen	29.718	13,8%	34.953	17,6%	35.552	1,7%	38.774	9,1%
EBITDA	34.000	-7,7%	20.190	-40,6%	45.857	127,1%	52.652	14,8%
EBITDA-Marge	13,71%	-1,1 pp	7,47%	-6,2 pp	15,15%	7,7 pp	15,81%	0,7 pp
Abschreibungen	13.814	5,9%	14.244	3,1%	14.075	-1,2%	14.363	2,0%
EBIT	20.186	-15,2%	5.946	-70,5%	31.782	434,5%	38.289	20,5%
EBIT-Marge	8,14%	-1,4 pp	2,20%	-5,9 pp	10,50%	8,3 pp	11,50%	1,0 pp
Erträge aus Beteiligungen	221	-46,1%	221	0,0%	221	0,0%	221	0,0%
Zinserträge	636	168,4%	285	-55,2%	403	41,4%	505	25,4%
Zinsaufwand	1.119	-5,8%	1.149	2,7%	1.255	9,1%	1.404	11,9%
Finanzergebnis	-262	51,6%	-644	-145,7%	-631	2,0%	-679	-7,6%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	19.924	-14,4%	5.302	-73,4%	31.151	487,6%	37.611	20,7%
EBT-Marge	8,04%	-1,3 pp	1,96%	-6,1 pp	10,29%	8,3 pp	11,30%	1,0 pp
Steuern	3.179	-57,2%	1.582	-50,3%	9.292	487,6%	11.219	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%	3.720	-77,8%	21.859	487,6%	26.391	20,7%
Ergebnis nach Steuern aus nicht fortgeführtem Geschäft	-7.051	n.m.	800	111,3%	0	-100,0%	0	n.m.
Konzernjahresüberschuss	9.694	-38,8%	4.520	-53,4%	21.859	383,6%	26.391	20,7%
Anzahl Aktien	15.697.366	0,0%	15.697.366	0,0%	15.697.366	0,0%	15.697.366	0,0%
Ergebnis je Aktie aus fortgeführtem Geschäft	1,07	5,7%	0,24	-77,8%	1,39	487,6%	1,68	20,7%
Ergebnis je Aktie aus nicht fortgeführtem Geschäft	-0,45	n.m.	0,05	111,3%	0,00	-100,0%	0,00	0,0%
Ergebnis je Aktie	0,62	-38,8%	0,29	-53,4%	1,39	383,6%	1,68	20,7%

Quelle: Solventis Research, PSI Software AG

PSI: Bilanz (in Tsd. €)

	2022	yoy	2023e	yoy	2024e	yoy	2025e	yoy
Aktiva								
Sachanlagen	14.190	-2,5%	14.370	1,3%	14.914	3,8%	15.713	5,4%
Leasing Nutzungsrechte	23.702	1,0%	23.182	-2,2%	23.137	-0,2%	23.346	0,9%
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%
Summe Anlagevermögen	118.365	-0,6%	117.816	-0,5%	118.777	0,8%	120.622	1,6%
Kasse	45.444	-32,7%	51.157	12,6%	72.642	42,0%	91.247	25,6%
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%
Summe Umlaufvermögen	154.233	-6,2%	163.733	6,2%	197.682	20,7%	227.920	15,3%
Vermögen nicht fortgeführte Aktivitäten	0	-100,0%	0	n.m.	0	0,0%	0	0,0%
Summe Aktiva	272.598	-4,1%	281.549	3,3%	316.459	12,4%	348.542	10,1%
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	-21.800	3,9%	-15.741	27,8%	-14.082	10,5%	-1.642	88,3%
Kumuliertes übriges comprehensive income	65.517	5,5%	60.343	-7,9%	77.682	28,7%	82.214	5,8%
Eigenkapital	119.039	3,8%	119.924	0,7%	138.922	15,8%	155.895	12,2%
Langfristige Schulden								
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%	17.407	-2,2%	17.374	-0,2%	17.531	0,9%
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%
Summe langfristige Schulden	67.599	-21,0%	71.684	6,0%	78.154	9,0%	84.382	8,0%
Kurzfristige Schulden								
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%	6.490	-2,2%	6.478	-0,2%	6.536	0,9%
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%
Summe kurzfristige Schulden	83.582	-0,3%	89.941	7,6%	99.383	10,5%	108.265	8,9%
Schulden nicht fortgeführte Aktivitäten	2.378	n.m.	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%
Summe Passiva	272.598	-4,1%	281.549	3,3%	316.459	12,4%	348.542	10,1%

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: **03.08.2023, 9:30 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **03.08.2023, 10:00 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
02.11.22	Schlote, Watz	Kaufen	36,00 €	23,40 €	12 Monate
30.03.23	Löchner	Kaufen	34,50 €	28,40 €	12 Monate
13.04.23	Watz	Kaufen	34,50 €	26,35 €	12 Monate
28.04.23	Watz	Kaufen	34,50 €	29,50 €	12 Monate
03.08.23	Schlote, Löchner	Kaufen	34,00 €	25,25 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.07.22 - 30.06.23)		in %	Auftragsresearch	in %
Kaufen	58	93,5%	49	79,0%
Halten	3	4,8%	3	4,8%
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%
Ausgesetzt	1	1,6%	1	1,6%
Insgesamt	62	100,0%	53	85,5%

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

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 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.