

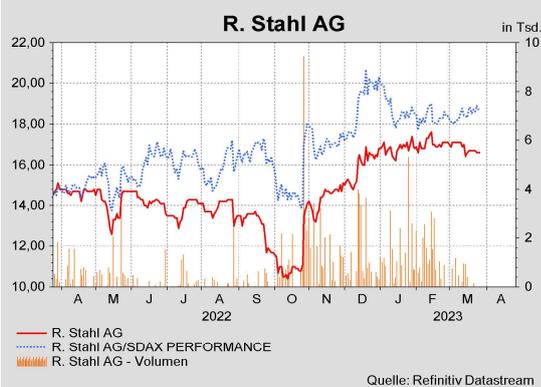
# R. Stahl AG

## Kaufen (-)

<b>Kursziel</b>	<b>21,15 € (-)</b>
Kurspotenzial	27,4%
Kurs (27.03.2023)	16,60 €
ISIN	DE000A1PHBB5
Marktkapitalisierung	106,9 Mio. €
Anzahl Aktien	6,44 Mio.
Marktsegment	Prime Standard
Homepage	r-stahl.com

### Kennzahlen und Prognosen

in Mio. €/ je Aktie in €	2022p	2023e	2024e	2025e
Umsatz	274,3	301,7	328,9	351,9
EBITDA	20,9	24,7	36,1	41,9
EBITDA-Marge	7,6%	8,2%	11,0%	11,9%
EBIT	3,9	9,1	19,7	24,6
EBIT-Marge	1,4%	3,0%	6,0%	7,0%
Ergebnis je Aktie	0,29	0,84	2,00	2,55
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert je Aktie	11,28	12,12	14,12	16,67
EV/Umsatz	0,8	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA	10,4	8,7	5,6	4,5
EV/EBIT	55,7	23,7	10,3	7,7
KGV	55,3	19,9	8,3	6,5
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurs/Buchwert	1,5	1,4	1,2	1,0



### Finanzkalender

- 27.04.2023: Geschäftsbericht 2022
- 10.05.2023: Zwischenmitteilung Q1'2023
- 29.06.2023: Hauptversammlung

### Aktionärsstruktur

48,0%	Familien Stahl und Zaiser
14,3%	RSBG SE
10,0%	Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV
9,8%	BaWü Versorgungsanstalt für Ärzte, Zahnärzte und Tierärzte
17,9%	Freefloat

### Analysten

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

## Profiteur der Megatrends LNG und perspektivisch Wasserstoff

**Nach den Covid-bedingten Verlustjahren 2020 und 2021 schaffte R. Stahl 2022 den Turnaround und wies mit 1,9 Mio. € (Vj. -4,9 Mio. €) wieder ein positives Konzernergebnis aus. Der Umsatz stieg um 10,6% auf 274,3 Mio. € und wuchs in allen Regionen. Das Book-to-bill Ratio stieg 2022 auf 1,14 (Vj. 1,05) und spricht für ein beschleunigtes Wachstum in 2023. R. Stahl verfügt über eine starke Position im expandierenden LNG-Markt und hier insbesondere bei der Verschiffung von LNG. Wir sehen den fairen Wert der R. Stahl-Aktie bei 21,15 € und empfehlen die Aktie zum Kauf.**

Das EBITDA vor Sondereinflüssen – Restrukturierungsaufwand etc. (~1,5 Mio. €) – nahm 2022 um 4,4 Mio. € auf 22,3 Mio. € (+24,5 %) zu, wodurch sich die EBITDA-Marge auf 8,1% (Vj. 7,2%) verbesserte. Das EBIT stieg um 3,9 Mio. €, während das Plus beim Konzernergebnis mit 6,9 Mio. € deutlich höher ausfiel. Dazu trugen die Aktivierung latenter Steuern und die Beteiligung an der russ. Goreltex (25%) maßgeblich bei.

Der Free Cashflow verbesserte sich um 1,8 Mio. €, war mit -4,4 Mio. € (Vj. -6,3 Mio. €) aber noch negativ. Mit einer Normalisierung des Working Capital und einer zunehmenden Profitabilität sollte der Free Cashflow 2023 positiv ausfallen.

Die Nettoverschuldung (ohne Pensionsrückstellungen (PRST) und Leasingverbindlichkeiten) wurde mit 29,2 Mio. € (Vj. 18,3 Mio. €) berichtet. Die Zunahme ist dem geplanten Aufbau des Working Capital zur Sicherung der Lieferfähigkeit geschuldet. Die EK-Quote stieg auf 27,7% (Vj. 20,2%). Hier halfen geringere PRST infolge des Zinsanstiegs.

Sowohl beim Umsatz als auch EBITDA erreichte R. Stahl 2022 die Anfang Dez. nach oben angepasste Prognosespanne: Umsatz zwischen 273 und 278 Mio. € und EBITDA zwischen 21 und 24 Mio. €. Der Ausblick für 2023 ist im Geschäftsbericht 2022 enthalten, der am 27. April 2023 veröffentlicht wird.

Der Auftragseingang wuchs um 20% auf 313,5 Mio. € und der Auftragsbestand erreichte mit 109,4 Mio. € einen Rekordwert.

2014 hatte Weidmüller 50 € je R. Stahl-Aktie geboten und war damit am Widerstand der Gründerfamilien gescheitert. Wir können uns vorstellen, dass R. Stahl wieder zu einem Übernahmeziel werden könnte.

Der Umsatz mit Explosionsschutzprodukten betrug 2018 weltweit 3,7 Mrd. €. R. Stahl hat in dem fragmentierten Markt einen Anteil von > 5%, ist die Nr. 2 in Europa und die Nr. 3 weltweit. Der Umsatz von R. Stahl verteilt sich wie folgt: 35% Chemie und Pharma, deren Anteil während Covid deutlich zulegte, 20% Öl, 15% Petrochemie, 15% Gas/LNG/H2. Die restlichen 15% verteilen sich auf Lebensmittel/Getränke, Schiffsbau und Sonstige. LNG wird als Übergangslösung auf dem Weg zum grünen Wasserstoff weiter an Bedeutung gewinnen. R. Stahl will an dem Wachstum dieser Märkte überproportional partizipieren. Die Gesellschaft bietet bereits heute für diese Märkte Explosionsschutz-Lösungen an. Wasserstoff ist ungleich explosiver als Erdöl- und Erdgas.

## Bewertung

In unser DCF-Modell sind die vorläufigen Zahlen 2022 von R. Stahl eingearbeitet. Der **Ausblick** der Gesellschaft auf das laufende Geschäftsjahr erfolgt mit der Veröffentlichung des **Geschäftsberichts 2022 am 27. April 2023**. Vor dem Hintergrund eines Book-to-bill Ratio von 1,14 und eines Auftragsbestands zu Jahresbeginn von ~110 Mio. € sollte R. Stahl 2023 ähnlich stark wachsen wie 2022. Das wird mit einer **höheren Profitabilität** einhergehen. Die **Megatrends** (LNG, Wasserstoff), die R. Stahl in die Hände spielen, werden in den kommenden Jahren zu Treibern der Entwicklung, wobei Zeitprofil und Ausmaß noch kaum zu fassen sind. Aus den Megatrends könnte sich mittel- bis längerfristig **zusätzliches Potenzial** für R. Stahl ergeben, das weit über unsere Projektionen hinausgeht.

Auf Basis unseres DCF-Modells kommen wir auf einen **fairen Wert von 21,15 €** je R. Stahl-Aktie. Dazu ergibt sich ein Kurspotenzial von 25%. Wir empfehlen, die R. Stahl-Aktie zu kaufen.

### R. Stahl: DCF-Modell (in Tsd. €)

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>301.730</b>	<b>328.886</b>	<b>351.908</b>	<b>369.503</b>	<b>380.588</b>	<b>388.200</b>	<b>392.082</b>	
Veränderung in %	10,0%	9,0%	7,0%	5,0%	3,0%	2,0%	1,0%	
<b>EBITDA</b>	<b>24.701</b>	<b>36.085</b>	<b>41.874</b>	<b>45.725</b>	<b>49.423</b>	<b>50.203</b>	<b>50.079</b>	
EBITDA-Marge	8,2%	11,0%	11,9%	12,4%	13,0%	12,9%	12,8%	
<b>EBIT</b>	<b>9.052</b>	<b>19.733</b>	<b>24.634</b>	<b>27.713</b>	<b>30.447</b>	<b>31.056</b>	<b>31.367</b>	
EBIT-Marge	3,0%	6,0%	7,0%	7,5%	8,0%	8,0%	8,0%	
<b>NOPLAT</b>	<b>6.373</b>	<b>13.892</b>	<b>17.342</b>	<b>19.510</b>	<b>21.435</b>	<b>21.863</b>	<b>22.082</b>	<b>22.176</b>
Reinvestment Rate	41,1%	28,6%	30,2%	29,8%	20,1%	18,1%	17,8%	20,0%
<b>FCFF</b>	<b>3.756</b>	<b>9.914</b>	<b>12.102</b>	<b>13.689</b>	<b>17.119</b>	<b>17.913</b>	<b>18.145</b>	<b>284.089</b>
WACC	6,2%	6,4%	6,6%	6,9%	7,0%	7,2%	7,2%	7,2%
Kumuliertes WACC	106,2%	113,0%	120,5%	128,8%	137,8%	147,7%	158,4%	169,9%
<b>Barwerte der FCFF</b>	<b>3.537</b>	<b>8.774</b>	<b>10.043</b>	<b>10.630</b>	<b>12.420</b>	<b>12.127</b>	<b>11.454</b>	<b>167.213</b>

Berechnung Wert pro Aktie		Modellparameter TV		Sensitivitätsanalyse					
Summe Barwerte Planphase	68.985	EBIT-Marge	8,0%	<b>Wachstumsrate</b>					
Barwert Terminal Value	167.213	Steuersatz	30,0%	0,50%	0,75%	<b>1,00%</b>	1,25%	1,50%	
<i>in % des Unternehmenswerts</i>	<b>70,8%</b>	Ewiges Wachstum	1,0%	6,7%	21,27	22,36	23,54	24,83	26,24
<b>Unternehmenswerts</b>	<b>236.197</b>	WACC	7,2%	7,0%	20,21	21,21	22,29	23,47	24,76
Netto-Finanzschulden	100.000			<b>7,2%</b>	19,22	20,15	<b>21,15</b>	22,23	23,41
Minderheiten	0			7,5%	18,31	19,17	20,09	21,09	22,17
Beteiligungen	0			7,7%	17,46	18,26	19,11	20,03	21,03
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>136.197</b>			<b>EBIT-Marge</b>					
					7,0%	7,5%	<b>8,0%</b>	8,5%	9,0%
Anzahl an Aktien (in Mio.)	6,44			6,7%	19,11	21,33	23,54	25,75	27,97
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>21,15</b>			7,0%	18,06	20,18	22,29	24,41	26,53
				<b>7,2%</b>	17,09	19,12	<b>21,15</b>	23,18	25,20
				7,5%	16,20	18,15	20,09	22,04	23,98
				7,7%	15,37	17,24	19,11	20,98	22,85

Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

## Peergroup-Vergleich

Die deutschen **Wettbewerber** (BARTEC, Pepperl+Fuchs) sind nicht an der Börse vertreten. Die Wettbewerber in den USA gehören zu Großkonzernen und spielen bei diesen eine untergeordnete Rolle. Cooper Crouse-Hinds ist Teil von EATON und

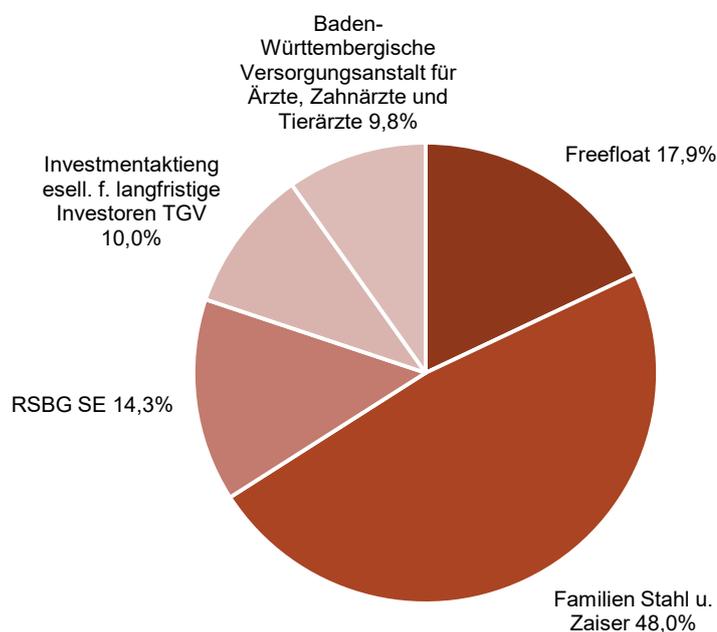
Appleton von Emerson. In der Regel sind die Wettbewerber so wie R. Stahl global unterwegs. Aus der jüngeren Vergangenheit sind uns keine **M&A-Deals** bekannt, deren Transaktions-Multiples sich ggf. als Maßstab heranziehen ließen. Vor diesem Hintergrund **verzichten wir auf einen Peergroup-Vergleich**.

### Familien Stahl und Zaiser dominierende Aktionäre

2014 wollte Weidmüller R. Stahl übernehmen und hatte bis zu 50,00 € je Aktie geboten. Das Übernahmeangebot war damals an den Preisvorstellungen der Familien gescheitert. Die Aktien der **Familien Stahl und Zaiser** sind gepoolt. Im Zuge des Übernahmeangebots hatte R. Stahl 10% eigene Aktien erworben, die 2015 an die **RAG-Stiftung** (RSBG SE) zu ~38 € je R. Stahl-Aktie verkauft wurden. Die RAG-Stiftung baute die Position im Laufe der Jahre auf gut 14% aus. Für die 10%, die die RAG-Stiftung von R. Stahl erworben hatte, besteht ein **Vorkaufsrecht** der Familien Stahl und Zaiser, das **Ende 2024 ausläuft**. Sofern die Familien das Vorkaufsrecht nicht nutzen, kann die RAG-Stiftung die 10% zum gleichen Preis an einen Dritten innerhalb von 6 Monaten verkaufen. Ein Verkauf der von der RAG-Stiftung gehaltenen R. Stahl-Aktien war 2020 am nachgebenden Preis der R. Stahl-Aktie gescheitert. Die RAG-Stiftung gab ihren Sitz im Aufsichtsrat von R. Stahl in der Folge ab.

Die **4 größten Aktionäre** von R. Stahl halten zusammen **mehr als 80%** der Aktien.

### R. Stahl: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

**R. Stahl: GuV (in Tsd. €)**

	<b>2022p</b>	yoy	<b>2023e</b>	yoy	<b>2024e</b>	yoy	<b>2025e</b>	yoy
<b>Umsatz</b>	<b>274.300</b>	<b>10,6%</b>	<b>301.730</b>	<b>10,0%</b>	<b>328.886</b>	<b>9,0%</b>	<b>351.908</b>	<b>7,0%</b>
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	5.563	445,5%	6.119	10,0%	6.670	9,0%	7.137	7,0%
andere aktivierte Eigenleistungen	4.557	-16,9%	5.013	10,0%	5.464	9,0%	5.846	7,0%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>284.420</b>	<b>0,0%</b>	<b>312.862</b>	<b>0,0%</b>	<b>341.020</b>	<b>0,0%</b>	<b>364.891</b>	<b>0,0%</b>
sonstige betriebliche Erträge	15.200	48,9%	14.221	-6,4%	15.537	9,3%	16.638	7,1%
Materialaufwand	96.671	13,4%	106.338	10,0%	115.909	9,0%	124.022	7,0%
Rohergebnis nach GKV	202.949	14,7%	220.745	8,8%	240.648	9,0%	257.507	7,0%
Personalaufwand	132.847	14,3%	143.093	7,7%	149.311	4,3%	157.391	5,4%
sonstige betriebliche Aufwendungen	49.160	12,0%	52.951	7,7%	55.253	4,3%	58.242	5,4%
<b>EBITDA</b>	<b>20.942</b>	<b>24,5%</b>	<b>24.701</b>	<b>17,9%</b>	<b>36.085</b>	<b>46,1%</b>	<b>41.874</b>	<b>16,0%</b>
<b>EBITDA-Marge</b>	<b>7,63%</b>	<b>0,9 pp</b>	<b>8,19%</b>	<b>0,6 pp</b>	<b>10,97%</b>	<b>2,8 pp</b>	<b>11,90%</b>	<b>0,9 pp</b>
Abschreibungen	17.040	0,9%	15.649	-8,2%	16.352	4,5%	17.240	5,4%
<b>EBIT</b>	<b>3.902</b>	<b>6393,5%</b>	<b>9.052</b>	<b>132,0%</b>	<b>19.733</b>	<b>118,0%</b>	<b>24.634</b>	<b>24,8%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>1,42%</b>	<b>1,4 pp</b>	<b>3,00%</b>	<b>1,6 pp</b>	<b>6,00%</b>	<b>3,0 pp</b>	<b>7,00%</b>	<b>1,0 pp</b>
Beteiligungsergeb. + Ergeb. At-Equity bilanz. Unternehmen	1.800	30,4%	1.800	0,0%	1.800	0,0%	1.800	0,0%
Zinserträge	32	-61,0%	38	19,7%	55	42,6%	73	34,1%
Zinsaufwand	3.303	12,9%	3.187	-3,5%	3.120	-2,1%	3.042	-2,5%
Finanzergebnis	-1.471	-0,5%	-1.349	8,3%	-1.266	6,1%	-1.169	7,7%
<b>Ergebnis vor Steuern (EBT)</b>	<b>2.431</b>	<b>259,4%</b>	<b>7.703</b>	<b>216,9%</b>	<b>18.467</b>	<b>139,7%</b>	<b>23.465</b>	<b>27,1%</b>
EBT-Marge	0,89%	1,5 pp	2,55%	1,7 pp	5,62%	3,1 pp	6,67%	1,1 pp
Steuern	530	-84,4%	2.280	330,2%	5.466	139,7%	6.946	27,1%
Steuerquote	21,80%	244,9 pp	29,60%	7,8 pp	29,60%	0,0 pp	29,60%	0,0 pp
<b>Ergebnis n. Steuern</b>	<b>1.901</b>	<b>138,6%</b>	<b>5.423</b>	<b>185,3%</b>	<b>13.001</b>	<b>139,7%</b>	<b>16.519</b>	<b>27,1%</b>
Anteile Dritter	14	170,0%	40	185,3%	96	139,7%	122	27,1%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>1.887</b>	<b>138,3%</b>	<b>5.383</b>	<b>185,3%</b>	<b>12.905</b>	<b>139,7%</b>	<b>16.397</b>	<b>27,1%</b>
Anzahl Aktien	6.440.000	0,0%	6.440.000	0,0%	6.440.000	0,0%	6.440.000	0,0%
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>0,29</b>	<b>138,3%</b>	<b>0,84</b>	<b>185,3%</b>	<b>2,00</b>	<b>139,7%</b>	<b>2,55</b>	<b>27,1%</b>

Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

**R. Stahl: Bilanz (in Tsd. €)**

	2022p	yoy	2023e	yoy	2024e	yoy	2025e	yoy
<b>Aktiva</b>								
Sachanlagen	52.624	2,9%	53.698	2,0%	55.235	2,9%	57.101	3,4%
Leasing Nutzungsrechte	24.000	-10,7%	21.490	-10,5%	20.051	-6,7%	18.357	-8,4%
Immaterielle Vermögenswerte	47.808	2,8%	49.285	3,1%	51.253	4,0%	53.547	4,5%
Finanzanlagen	4.373	-44,0%	4.373	0,0%	4.373	0,0%	4.373	0,0%
Latente Steuern	3.385	-64,1%	3.385	0,0%	3.385	0,0%	3.385	0,0%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	2.288	27,0%	2.288	0,0%	2.288	0,0%	2.288	0,0%
Beteiligungen at Equity	10.463	-6,4%	10.463	0,0%	10.463	0,0%	10.463	0,0%
<b>Summe Anlagevermögen</b>	<b>144.941</b>	<b>-6,3%</b>	<b>144.982</b>	<b>0,0%</b>	<b>147.048</b>	<b>1,4%</b>	<b>149.515</b>	<b>1,7%</b>
Kasse	18.283	188,3%	22.748	24,4%	34.309	50,8%	47.505	38,5%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	39.892	11,2%	45.083	13,0%	49.140	9,0%	52.580	7,0%
Vertragsvermögenswerte	51	-90,2%	550	978,4%	600	9,0%	641	7,0%
Vorräte	47.887	20,8%	48.000	0,2%	49.000	2,1%	51.000	4,1%
Steuerforderungen	1.782	354,6%	1.782	0,0%	1.782	0,0%	1.782	0,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	9.644	13,7%	9.644	0,0%	9.644	0,0%	9.644	0,0%
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>117.539</b>	<b>28,8%</b>	<b>127.807</b>	<b>8,7%</b>	<b>144.475</b>	<b>13,0%</b>	<b>163.153</b>	<b>12,9%</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>262.480</b>	<b>6,7%</b>	<b>272.789</b>	<b>3,9%</b>	<b>291.523</b>	<b>6,9%</b>	<b>312.668</b>	<b>7,3%</b>
<b>Passiva</b>								
Gezeichnetes Kapital	16.500	0,0%	16.500	0,0%	16.500	0,0%	16.500	0,0%
Kapitalrücklage	13.457	0,0%	13.457	0,0%	13.457	0,0%	13.457	0,0%
Gewinnrücklagen	55.465	0,6%	57.352	3,4%	62.735	9,4%	75.640	20,6%
Kumuliertes übriges comprehensive income	-13.005	63,4%	-9.509	26,9%	-1.987	79,1%	1.505	175,8%
<b>Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz</b>	<b>72.417</b>	<b>46,1%</b>	<b>77.800</b>	<b>7,4%</b>	<b>90.705</b>	<b>16,6%</b>	<b>107.103</b>	<b>18,1%</b>
Anteile in Fremdbesitz	233	9,4%	233	0,0%	233	0,0%	233	0,0%
<b>Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz</b>	<b>72.650</b>	<b>46,0%</b>	<b>78.033</b>	<b>7,4%</b>	<b>90.938</b>	<b>16,5%</b>	<b>107.336</b>	<b>18,0%</b>
<b>Langfristige Schulden</b>								
Pensionsrückstellungen	62.741	-34,3%	63.996	2,0%	65.276	2,0%	66.581	2,0%
Übrige Rückstellungen	2.182	-13,5%	2.400	10,0%	2.616	9,0%	2.799	7,0%
Finanzverbindlichkeiten	1.458	-39,9%	1.458	0,0%	1.458	0,0%	1.458	0,0%
langfristige Leasingverbindlichkeiten	14.934	-13,8%	13.372	-10,5%	12.477	-6,7%	11.423	-8,4%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	5.819	122,9%	6.401	10,0%	6.977	9,0%	7.465	7,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	59	-6,3%	65	10,0%	71	9,0%	76	7,0%
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>87.193</b>	<b>-27,6%</b>	<b>87.692</b>	<b>0,6%</b>	<b>88.875</b>	<b>1,3%</b>	<b>89.802</b>	<b>1,0%</b>
<b>Kurzfristige Schulden</b>								
Übrige Rückstellungen (kurz)	7.982	-2,6%	8.780	10,0%	9.570	9,0%	10.240	7,0%
Finanzverbindlichkeiten (kurz)	46.000	107,4%	46.000	0,0%	46.000	0,0%	46.000	0,0%
kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	6.045	3,2%	5.413	-10,5%	5.050	-6,7%	4.624	-8,4%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	15.877	-16,0%	17.465	10,0%	19.037	9,0%	20.369	7,0%
Vertragsverbindlichkeiten	16.394	32,0%	18.033	10,0%	19.656	9,0%	21.032	7,0%
Steuerverbindlichkeiten	1.002	67,3%	1.102	10,0%	1.201	9,0%	1.285	7,0%
Sonstige Verbindlichkeiten (kurz)	9.337	21,7%	10.271	10,0%	11.195	9,0%	11.979	7,0%
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>102.637</b>	<b>35,4%</b>	<b>107.064</b>	<b>4,3%</b>	<b>111.710</b>	<b>4,3%</b>	<b>115.530</b>	<b>3,4%</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>262.480</b>	<b>6,7%</b>	<b>272.789</b>	<b>3,9%</b>	<b>291.523</b>	<b>6,9%</b>	<b>312.668</b>	<b>7,3%</b>

Quelle: Solventis Research, R. Stahl 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: **29.03.2023, 8:45 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **30.03.2023, 09:00 Uhr**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: einmalig.

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

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.01.22 - 31.12.22)			Auftrags-research	
		in %		in %
Kaufen	54	93,1%	45	77,6%
Halten	4	6,9%	4	6,9%
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%
Insgesamt	58	100,0%	49	84,5%

Weder die Solventis Beteiligungen GmbH, noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person (noch deren mit ihr eng verbundene 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

- 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**

#### 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.**