

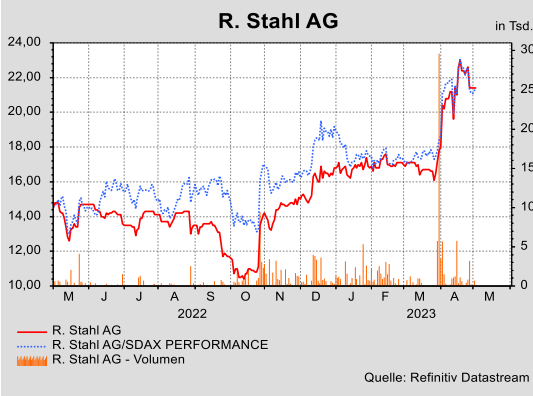
R. Stahl AG

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	30,00 € (21,15 €)
Kurspotenzial	40,2%
Kurs (02.05.2023)	21,40 €
ISIN	DE000A1PHBB5
Marktkapitalisierung	137,82 Mio. €
Anzahl Aktien	6,44 Mio.
Marktsegment	Prime Standard
Homepage	r-stahl.com

Kennzahlen und Prognosen

in Mio. €/ je Aktie in €	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	274,3	312,7	350,3	385,3
EBITDA	20,6	35,3	41,2	48,0
EBITDA-Marge	7,5%	11,3%	11,8%	12,5%
EBIT	3,9	18,8	24,5	30,8
EBIT-Marge	1,4%	6,0%	7,0%	8,0%
Ergebnis je Aktie	0,30	1,82	2,47	3,17
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert je Aktie	11,08	12,90	15,37	18,54
EV/Umsatz	0,8	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	10,6	6,9	5,6	4,5
EV/EBIT	56,5	13,0	9,4	6,9
KGV	53,6	11,8	8,7	6,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurs/Buchwert	1,9	1,7	1,4	1,2



Finanzkalender

- 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

Hervorragendes Q1'2023 mit hohem profitablen Wachstum – Auftragseingang und Auftragsbestand markieren Rekordwerte – Turnaround verfestigt sich

R. Stahl veröffentlichte am 27. April 2023 den GB 2022 und bestätigte die vorläufigen Zahlen vom 16. Februar. Außerdem teilte die Gesellschaft erste vorläufige Zahlen zum Q1'2023 mit. Danach gelang R. Stahl ein sehr guter Start in das Geschäftsjahr 2023. Ggü. Vorjahr kletterte der Umsatz um 28% auf 78,1 Mio. €. Auch der Auftragseingang setzte den positiven Trend der vergangenen Quartale fort und erreichte mit 96,7 Mio. € (+28,7% yoy) einen neuen Bestwert. Die Book-to-Bill-Ratio sprang auf 1,24 (Gj. 2022: 1,14). Der Auftragsbestand wuchs auf 126 Mio. € (Ende 2022: 109,4 Mio. €). Da die Materialkostenquote ggü. Vj. um 1,5 PP auf 33,9% rückläufig war und die Personalkosten lediglich um 2,8% stiegen, legten alle Ertragskennziffern kräftig zu. So verbesserte sich das EBITDA pre* ggü. Vj. um 7,4 Mio. € auf 10,4 Mio. €. Das EPS von 0,60 € entsprach dem doppelten Wert für das Gesamtjahr 2022. Wir haben unser DCF-Modell überarbeitet und kommen nun auf einen fairen Wert von 30,00 € für die R. Stahl-Aktie nach 21,15 €. Damit bleibt R. Stahl ein klarer Kauf.

Mit dem GB 2022 veröffentlichte R. Stahl auch die **Guidance für 2023**. Danach wird sich die positive Entwicklung beschleunigt fortsetzen und der Free Cashflow ins Plus drehen:

Umsatz: 305 bis 320 Mio. € (2022: 274,3 Mio. €)

EBITDA pre: 30 bis 36 Mio. € (2022: 22,3 Mio. €)

Free Cashflow: im niedrigen einstelligen Mio. €-Bereich (2022: -4,4 Mio. €)

2023 will R. Stahl bei erhöhter Profitabilität beschleunigt wachsen. Allerdings ist ein Wachstum von 30% wie im Q1 produktionsseitig nicht nachhaltig darstellbar. Für die zukünftigen **Wachstumsfelder** wird mehr **Personal** benötigt. Stärker belastet der **Anstieg der Lohnkosten um 5-6% in Deutschland** ab Juni die Kostenstruktur. Die EBITDA pre-Marge wird ggü. 2022 deutlich zulegen, aber ganzjährig etwa 2%-Punkte unter dem hohen Niveau vom Q1 (13,3%) liegen.

Ein zukünftiges Wachstumsfeld ist die **Internationalisierung**. R. Stahl verfügt über führende Produkte und Lösungen im Bereich elektrischer Explosionsschutz, die von globalen Megatrends profitieren wie Energie (LNG, Wasserstoff, Nuclear), Pharma, Automatisierung, Digitalisierung. R. Stahl ist bereits durch Niederlassungen und Vertriebspartner global in den wichtigsten Märkten vertreten. Während R. Stahl in Europa über einen **Marktanteil** von ~20% verfügt, liegt er in keinem Land außerhalb Europas über 5%. Das Potenzial ist also enorm. Dass es funktioniert, hat R. Stahl in Europa gezeigt. Entsprechend dient die Vorgehensweise in **Europa als Blaupause für RoW**.

Die internen Prozesse wurden optimiert, so dass der Kundenzugang durch wenig zusätzliches Fachpersonal effizient erweitert und verbessert werden kann.

*EBITDA pre ist eine Kennzahl für das EBITDA vor Sondereinflüssen, die sich 2022 auf -1,7 Mio. € beliefen.

Digitalisierung ermöglicht neue Geschäftsmodelle

R. Stahl will nach außen und innen ein **digitales Unternehmen** werden. Mit den Produkten der Automatisierungstechnik und den LED-Leuchten ist R. Stahl bereits digital. Bei den Produkten aus dem Bereich Niederspannungstechnik wird die Digitalisierung wo möglich und sinnvoll weiter vorangetrieben. Darüber hinaus werden **digitale Geschäftsmodelle** (GM) und Prozesse entwickelt, bei denen z.B. die Zustandsüberwachung der Produkte und Prozesse remote erfolgt. Bei den Kunden wird immer weniger Expertise für **Explosionsschutz** vorgehalten. Es ist vorstellbar, dass Kunden langfristig diese Themen von der Planung bis zum Betrieb komplett an R. Stahl auslagern. Dafür entwickelt R. Stahl **Datenmodelle** und **KI-Fähigkeiten**, um solche GM zu digitalisieren. Das gilt sowohl für das **Kundengeschäft**, aber auch für **interne Prozesse** im Sales- und Finanzbereich.

Ein **Anwendungsbeispiel** ist das erste emissionsfreie und autonome Schiff Yara Birkland, für das R. Stahl **digitale Lösungen** bezüglich **automatisierter** Überwachung der Beleuchtungs- und Wärmesysteme zusammen mit einem norwegischen Kunden entwickelt hat. Die verbauten Systeme können von überall **remote** kontrolliert und gesteuert werden.

Kernenergie zusätzliches Wachstumsfeld

R. Stahl gewann die Ausschreibung für die gesamten **LED-Technik** des in Bau befindlichen **AKWs** Hinkley Point C in **England** im Wert von > 10 Mio. €. Das AKW gehört EdF. Im Dez. 2022 wurden bereits 40% beauftragt, der Rest soll 2023 folgen. Die englische Regierung plant, bis 2030 jedes Jahr ein AKW zu genehmigen. R. Stahl hat gute Chancen auch diese AKWs auszurüsten. Ein weiterer sehr interessanter Markt ist **Frankreich**. Dort müssen rund 50 AKWs modernisiert werden und 6 neue Meiler gebaut werden. R. Stahl sieht sich sehr gut aufgestellt, um daran zu partizipieren. **Kernenergie ist ein neuer Markt für R. Stahl**, der sich weiter entwickeln wird und über erhebliches Potenzial verfügt. Unter der **EU-Taxonomie** ist die Atomkraft als nachhaltige Energieform klassifiziert. Die LED-Leuchten sind taxonomiefähig. Die Taxonomie-Konformitätsprüfung erfolgt 2023.

Mittelfristig strebt R. Stahl einen **Umsatz über 400 Mio. €** bei einer **zweistelligen EBIT-Marge** an. Im Wesentlichen geht es darum, die bestehenden Fixkostenstrukturen mit mehr Umsatz zu hebeln. Das **Invest dafür ist vergleichsweise gering**.

Wachstumsmotor LNG läuft in den nächsten Jahren hoch – Wasserstoff in 5-10 Jahren

R. Stahl ist bereits prominent in der **LNG-Wertschöpfungskette** vertreten. Bei der Verflüssigung von Erdgas und beim Schiffstransport von LNG verfügt R. Stahl über einen **Weltmarktanteil von ~80%**. Auf den nachgelagerten Stufen sieht R. Stahl ein großes Potenzial bei Schiffen und LKWs, die LNG zukünftig als Treibstoff verwenden (müssen). Studien zeigen, dass der LNG-Markt im Kontext der Dekarbonisierung in den kommenden zwei Jahrzehnten kräftig expandiert. R. Stahl geht davon aus, dass – gemessen an den LNG-Investitionen – das **LNG-Wachstum derzeit stärker** ist, als noch 2020 erwartet worden war. Für R. Stahl war das LNG-Geschäft im Q1 ein wichtiger Wachstumstreiber.

Letztlich ist **LNG eine Übergangslösung** auf dem Weg zu einer wasserstoffbasierten Energieversorgung. In der **Wasserstoff-Wertschöpfungskette**, von der Energiegewinnung für die Wasserstoffproduktion bis hin zum Endverbraucher, ist R. Stahl schon heute an vielen Stellen mit Produkten und Lösungen vertreten. Das Management sieht einen **relevanten Markt in 5-10 Jahren** entstehen, auch wenn bereits einige (Leuchtturm-)Projekte umgesetzt werden. Zusammen mit Kunden und Anbieter von Wasserstofftechnologien erarbeitet R. Stahl **derzeit die notwendigen Spezifikationen** Produkte und Lösungen im Kontext des Explosionsschutzes dieses hochexplosiven Gases.

Bewertung trotz Kursanstieg nicht ausgereizt

Unser DCF-Modell haben wir nach dem **Ausblick 2023**, den vorläufigen Zahlen zum **Q1'2023** sowie dem erläuternden **Analystencall** neu justiert. Die Entwicklung in Q1'2023 zeigt eindrucksvoll, dass ein **starker positiver Gewinneffekt** einsetzt, sobald die Fixkosten gedeckt sind und der Umsatz weiter steigt. Dieses Wachstum ist bis zu einem gewissen Grad mit einer nachgebenden Personalkostenquote möglich. Dies haben wir stärker in unserem Modell berücksichtigt. Umsatz- und Ergebnisbeiträge aus dem Bereich **Kernenergie** waren bisher nicht in unseren Projektionen enthalten und fließen zusätzlich in das Modell ein. Hinzu kommen erste positive Effekte aus der **Internationalisierung**. Insgesamt heben wir die Umsatz- und Margenentwicklung für die Detailplanung und auch den Terminal Value an. Das Ausrollen **digitaler GM** seitens R. Stahl birgt zusätzliches Potenzial für Umsatz und Marge.

Aus Basis unseres DCF-Modells kommen wir jetzt auf einen deutlich höheren fairen Wert von 30,11 € je R. Stahl-Aktie nach 21,15 € und **heben Kursziel auf 30,00 €** nach 21,15 € an. Dazu ergibt sich ein Kurspotenzial von rund 40%. Wir bleiben bei unserer Empfehlung, die R. Stahl-Aktie zu kaufen.

R. Stahl: DCF-Modell (in Tsd. €)

	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal Value
Umsatz	274.337	312.744	350.273	385.301	416.125	441.092	458.736	467.911	477.269	
Veränderung in %	10,6%	14,0%	12,0%	10,0%	8,0%	6,0%	4,0%	2,0%	2,0%	
EBITDA	20.588	35.278	41.228	48.015	55.348	62.867	70.161	69.781	69.264	
EBITDA-Marge	7,5%	11,3%	11,8%	12,5%	13,3%	14,3%	15,3%	14,9%	14,5%	
EBIT	3.850	18.765	24.519	30.824	37.451	44.109	50.461	49.131	47.727	
EBIT-Marge	1,4%	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	10,5%	10,0%	
NOPLAT	1.927	13.210	17.261	21.700	26.366	31.053	35.525	34.588	32.351	32.056
Reinvestment Rate	419,9%	57,0%	35,8%	35,2%	42,0%	34,2%	26,6%	22,0%	22,5%	17,5%
FCFF	-6.164	5.685	11.086	14.069	15.304	20.420	26.069	26.995	25.080	394.829
WACC	6,0%	6,5%	6,8%	7,0%	7,3%	7,4%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%
Kumuliertes WACC		106,5%	113,7%	121,7%	130,6%	140,3%	151,0%	162,6%	175,1%	188,6%
Barwerte der FCFF		5.338	9.747	11.557	11.716	14.550	17.262	16.602	14.324	209.381

Berechnung Wert pro Aktie		Modellparameter TV		Sensitivitätsanalyse					
Summe Barwerte Planphase	101.096	EBIT-Marge	9,5%	Wachstumsrate					
Barwert Terminal Value	209.381	Steuersatz	30,0%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	
<i>in % des Unternehmenswerts</i>	67,4%	Ewiges Wachstum	1,0%	7,2%	30,26	31,53	32,90	34,38	35,99
Unternehmenswerts	310.477	WACC	7,7%	7,4%	29,01	30,18	31,45	32,81	34,29
Netto-Finanzschulden	116.578			7,7%	27,85	28,94	30,11	31,37	32,73
Minderheiten	0			7,9%	26,77	27,78	28,87	30,03	31,29
Beteiligungen	0			8,2%	25,75	26,70	27,71	28,79	29,96
Wert des Eigenkapitals	193.899			EBIT-Marge					
Anzahl an Aktien (in Mio.)	6,44			8,5%	28,39	30,64	32,90	35,15	37,40
Wert pro Aktie	30,11			7,2%	27,13	29,29	31,45	33,61	35,77
Potenzial	40,7%			7,7%	25,96	28,03	30,11	32,18	34,26
Aktueller Kurs	21,40			7,9%	24,88	26,87	28,87	30,86	32,86
				8,2%	23,87	25,79	27,71	29,63	31,55

Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

Peergroup-Vergleich

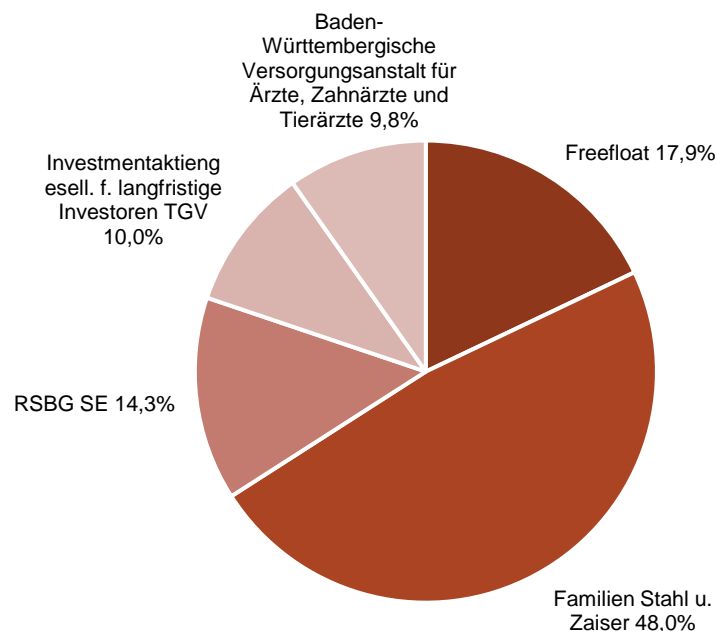
Die deutschen **Wettbewerber** (BARTEC, Pepperl+Fuchs) sind nicht an der Börse vertreten. Die Wettbewerber in den USA gehören zu Großkonzernen und spielen bei diesen eine untergeordnete Rolle. Cooper Crouse-Hinds ist Teil von EATON und Appleton von Emerson. In der Regel sind die Wettbewerber so wie R. 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 **RAG-Stiftung** (RSBG SE) war 2015 zu ~38 € je R. Stahl-Aktie eingestiegen und 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 hatte bis Ende 2019 einen Sitz im Aufsichtsrat.

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. €)

	2022	yoy	2023e	yoy	2024e	yoy	2025e	yoy
Umsatz	274.337	10,6%	312.744	14,0%	350.273	12,0%	385.301	10,0%
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	2.610	262,1%	2.975	14,0%	3.332	12,0%	3.666	10,0%
andere aktivierte Eigenleistungen	5.037	-8,2%	5.742	14,0%	6.431	12,0%	7.074	10,0%
Gesamtleistung	281.984	0,0%	321.462	0,0%	360.037	0,0%	396.041	0,0%
sonstige betriebliche Erträge	13.627	33,5%	13.573	-0,4%	15.286	12,6%	16.871	10,4%
Materialaufwand	100.510	17,9%	114.581	14,0%	128.331	12,0%	141.164	10,0%
Rohergebnis nach GKV	195.101	10,3%	220.454	13,0%	246.992	12,0%	271.748	10,0%
Personalaufwand	122.045	5,0%	129.502	6,1%	143.901	11,1%	156.466	8,7%
sonstige betriebliche Aufwendungen	52.468	19,6%	55.674	6,1%	61.864	11,1%	67.266	8,7%
EBITDA	20.588	22,4%	35.278	71,4%	41.228	16,9%	48.015	16,5%
EBITDA-Marge	7,50%	0,7 pp	11,28%	3,8 pp	11,77%	0,5 pp	12,46%	0,7 pp
Abschreibungen	16.738	-0,8%	16.514	-1,3%	16.709	1,2%	17.191	2,9%
EBIT	3.850	6309,7%	18.765	387,4%	24.519	30,7%	30.824	25,7%
EBIT-Marge	1,40%	1,4 pp	6,00%	4,6 pp	7,00%	1,0 pp	8,00%	1,0 pp
Beteiligungsergeb. + Ergeb. At-Equity								
bilanz. Unternehmen	3.575	159,1%	1.200	-66,4%	1.200	0,0%	1.200	0,0%
Zinserträge	69	-15,9%	96	39,5%	143	49,0%	202	40,5%
Zinsaufwand	3.646	24,6%	3.572	-2,0%	3.528	-1,3%	3.506	-0,6%
Finanzergebnis	-2	99,9%	-2.276	<-100%	-2.184	4,0%	-2.104	3,7%
Ergebnis vor Steuern (EBT)	3.848	352,3%	16.488	328,5%	22.335	35,5%	28.720	28,6%
EBT-Marge	1,40%	2,0 pp	5,27%	3,9 pp	6,38%	1,1 pp	7,45%	1,1 pp
Steuern	1.922	-43,5%	4.881	153,9%	6.611	35,5%	8.501	28,6%
Steuerquote	49,95%	273,0 pp	29,60%	-20,3 pp	29,60%	0,0 pp	29,60%	0,0 pp
Ergebnis n. Steuern	1.926	139,1%	11.608	502,7%	15.724	35,5%	20.219	28,6%
Anteile Dritter	-20	0,0%	-121	-502,7%	-163	-35,5%	-210	28,6%
Konzernjahresüberschuss	1.946	139,5%	11.728	502,7%	15.887	35,5%	20.429	28,6%
Anzahl Aktien	6.440.000	0,0%	6.440.000	0,0%	6.440.000	0,0%	6.440.000	0,0%
Ergebnis je Aktie	0,30	139,5%	1,82	502,7%	2,47	35,5%	3,17	28,6%

Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

R. Stahl: Bilanz (in Tsd. €)

	2022	yoy	2023e	yoy	2024e	yoy	2025e	yoy
Aktiva								
Sachanlagen	50.181	-1,9%	50.476	0,6%	51.522	2,1%	53.173	3,2%
Leasing Nutzungsrechte	24.799	-7,8%	23.385	-5,7%	22.525	-3,7%	22.105	-1,9%
Immaterielle Vermögenswerte	38.484	7,0%	40.927	6,3%	44.011	7,5%	47.565	8,1%
Firmenwerte	10.345	-1,9%	10.345	0,0%	10.345	0,0%	10.345	0,0%
Finanzanlagen	4.322	-44,6%	4.322	0,0%	4.322	0,0%	4.322	0,0%
Latente Steuern	3.097	-67,1%	3.097	0,0%	3.097	0,0%	3.097	0,0%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	2.262	25,6%	2.262	0,0%	2.262	0,0%	2.262	0,0%
Beteiligungen at Equity	11.455	2,5%	11.455	0,0%	11.455	0,0%	11.455	0,0%
Summe Anlagevermögen	144.945	-6,3%	146.269	0,9%	149.539	2,2%	154.324	3,2%
Kasse	16.060	153,2%	24.107	50,1%	38.043	57,8%	55.202	45,1%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	37.353	4,1%	45.083	20,7%	50.493	12,0%	55.542	10,0%
Vertragsvermögenswerte	6	-98,8%	7	14,0%	8	12,0%	8	10,0%
Vorräte	48.920	23,4%	52.000	6,3%	54.000	3,8%	56.000	3,7%
Steuerforderungen	1.531	290,6%	1.531	0,0%	1.531	0,0%	1.531	0,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	10.873	28,2%	10.873	0,0%	10.873	0,0%	10.873	0,0%
Summe Umlaufvermögen	114.743	25,7%	133.601	16,4%	154.948	16,0%	179.157	15,6%
Summe Aktiva	259.688	5,6%	279.870	7,8%	304.487	8,8%	333.481	9,5%
Passiva								
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	57.085	3,5%	59.031	3,4%	70.759	19,9%	86.647	22,5%
Kumuliertes übriges comprehensive income	-15.895	55,3%	-6.113	61,5%	-1.954	68,0%	2.588	232,4%
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	71.147	43,6%	82.875	16,5%	98.763	19,2%	119.191	20,7%
Anteile in Fremdbesitz	194	-8,9%	194	0,0%	194	0,0%	194	0,0%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	71.341	43,4%	83.069	16,4%	98.957	19,1%	119.385	20,6%
Langfristige Schulden								
Pensionsrückstellungen	64.168	-32,8%	65.451	2,0%	66.760	2,0%	68.096	2,0%
Übrige Rückstellungen	2.438	-3,3%	2.779	14,0%	3.113	12,0%	3.424	10,0%
Finanzverbindlichkeiten	1.166	-51,9%	1.166	0,0%	1.166	0,0%	1.166	0,0%
langfristige Leasingverbindlichkeiten	14.267	-17,6%	13.454	-5,7%	12.959	-3,7%	12.717	-1,9%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	5.911	126,4%	6.739	14,0%	7.547	12,0%	8.302	10,0%
Summe langfristige Schulden	87.950	-27,0%	89.589	1,9%	91.545	2,2%	93.705	2,4%
Kurzfristige Schulden								
Übrige Rückstellungen (kurz)	7.974	-2,7%	9.090	14,0%	10.181	12,0%	11.199	10,0%
Finanzverbindlichkeiten (kurz)	44.081	98,8%	44.081	0,0%	44.081	0,0%	44.081	0,0%
kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	5.427	-7,4%	5.118	-5,7%	4.929	-3,7%	4.837	-1,9%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	19.077	1,0%	21.748	14,0%	24.358	12,0%	26.793	10,0%
Vertragsverbindlichkeiten	13.852	11,6%	15.791	14,0%	17.686	12,0%	19.455	10,0%
Steuerverbindlichkeiten	746	24,5%	850	14,0%	952	12,0%	1.048	10,0%
Sonstige Verbindlichkeiten (kurz)	9.240	20,5%	10.534	14,0%	11.798	12,0%	12.977	10,0%
Summe kurzfristige Schulden	100.397	32,4%	107.212	6,8%	113.985	6,3%	120.391	5,6%
Summe Passiva	259.688	5,6%	279.870	7,8%	304.487	8,8%	333.481	9,5%

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: **03.05.2023, 10:10 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **03.05.2023, 10:45 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
30.03.23	Schlote	Kaufen	21,15 €	16,60 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.04.22 - 31.03.23)			Auftrags-research	
		in %		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

- 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.