



SOLVENTIS RESEARCH

**STAHL**

## **Basisstudie**



**Kursziel: 30,00 €**

**Votum: Kaufen**

**13.06.2023**

**Analyst: Klaus Schlote**

**Wichtiger Hinweis:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte nach §85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 39**

Solventis Beteiligungen GmbH, Am Rosengarten 4, 55131 Mainz; Tel. +49 (0) 6131-48 60 500

## Inhaltsverzeichnis

Executive Summary .....	3
SWOT-Analyse .....	5
Historie der R. STAHL AG .....	6
Vorstand und Aufsichtsrat.....	7
Unternehmensstruktur .....	9
Geschäftsmodell R. STAHL.....	10
Ziele der Konzernstrategie.....	11
Normen und Regulierungen im elektrischen Explosionsschutz .....	16
Markt mit hohen Eintrittsbarrieren .....	16
Produkte .....	17
Wettbewerber .....	19
Segmentübersicht.....	22
Kundenbranchen .....	23
Finanzen .....	25
ZAVOD Goreltex – Goldesel und potenzielles Risiko .....	29
Guidance des Unternehmens und Dividendenpolitik .....	30
Erstes Quartal 2023.....	31
Bewertung trotz Kursanstieg nicht ausgereizt .....	33
Übernahmeversuch durch die Weidmüller Beteiligungsgesellschaft GmbH scheiterte 2014 .....	35
Aktionärsstruktur: Pool der Familien Stahl und Zaiser dominiert .....	36
Anhang: GuV und Bilanz .....	37
Disclaimer .....	39

## R. STAHL AG

### Kaufen (Kaufen)

**Kursziel** 30,00 € (30,00 €)

Kurspotenzial 29,3%

Kurs (12.06.2023) 23,20 €

ISIN DE000A1PHBB5

Marktkapitalisierung 149,4 Mio. €

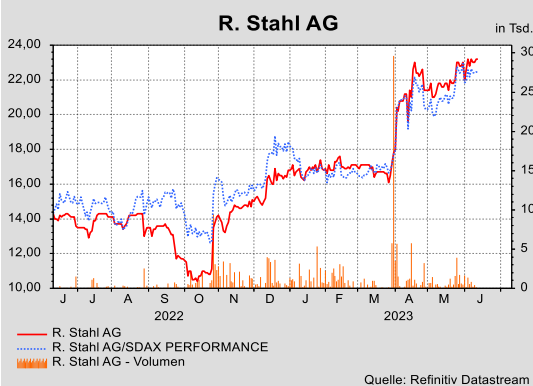
Anzahl Aktien 6,44 Mio.

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	7,2	5,9	4,7
EV/EBIT	56,5	13,6	9,8	7,3
KGV	53,6	12,7	9,4	7,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurs/Buchwert	1,9	1,8	1,5	1,3



#### Finanzkalender

- 29.06.2023: Hauptversammlung
- 09.08.2023: Zwischenbericht H1'2023
- 09.11.2023: Zwischenmitteilung Q3'2023

#### 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

## Executive Summary

R. STAHL zählt zu den weltweit führenden Anbietern von Produkten und Systemen für den **elektrischen Explosionsschutz**. Das Unternehmen verfügt über eine große Vielfalt an elektromechanischen, elektronischen und **automatisierungstechnischen** Komponenten sowie kundenspezifischen **Systemlösungen**. Die hohe technologische Kompetenz, Innovationen sowie State-of-the-Art Produkte bilden die Basis für die starke Marktposition von R. STAHL. Mit Tochtergesellschaften, Produktionsstätten und Vertriebsniederlassungen ist R. STAHL in den europäischen Märkten, im Nahen Osten und in Südafrika, im asiatisch-pazifischen Raum sowie Nord- und Südamerika präsent.

**Megatrends** wie Dekarbonisierung, Bevölkerungswachstum, Individualisierung und Wiederaufbau lokaler Wertschöpfungsketten spielen R. STAHL in die Karten. **Digitalisierung, Vernetzung** und **Automatisierungstechniken** sind notwendig, um mit den Megatrends umgehen zu können. Mit den Standbeinen **Leuchten, Automatisierungstechnik** und **Niederspannungstechnik** bietet R. STAHL Produkte und Lösungen an, die für die wirtschaftliche Transformation in den **Kunden-branchen** von R. STAHL erforderlich sind. Dazu zählen die **Chemie**, die **Pharmazie**, die **Energieerzeugung**, der **Schiffbau**, der **Maschinen- und Anlagenbau** und die **Lebensmittelbranche**, um die wichtigsten zu nennen.

Der Krieg in der Ukraine und die damit zusammenhängenden Engpässe in der Energieversorgung, die Entwicklung von Energiealternativen zu Russland haben den Bedarf an **LNG** in Europa enorm beschleunigt. Bei den Explosionsschutzlösungen für **LNG-Tanker** ist R. STAHL mit großem Abstand **Weltmarktführer**. Auch bei der **Energieverteilung für LNG-Entlade- und Verladearme** verfügt R. STAHL über eine **starke Position**. An dem entstehenden Markt für Schiffsantriebe, die LNG verwenden, will R. STAHL zukünftig partizipieren.

LNG wird als Brückentechnologie zum **Wasserstoff** gesehen, dem die Zukunft gehört. Es wird allerdings noch **5-10 Jahre** dauern, bis Wasserstoff einen spürbaren Beitrag zur Energieversorgung leisten kann. Das hängt mit der fehlenden Infrastruktur, der Verfügbarkeit von erneuerbarer Energie und den Kosten in Produktion, Speicherung und Verteilung zusammen. Gemäß Prognosen soll sich die Wasserstoffproduktion global bis 2050 um 500% erhöhen. **Mehr als 90%** der **Produkte** von R. STAHL sind bereits heute für den **Einsatz von Wasserstoff zertifiziert** und sichern damit die Verwendung von Energieträgern mit vorteilhaftem CO<sub>2</sub>-Fußabdruck.

Ein zukünftiges Wachstumsfeld ist die weitere **Internationalisierung**. 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 so optimiert, dass der Kundenzugang durch wenig zusätzliches Fachpersonal effizient erweitert und verbessert werden kann.

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** 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 Geschäftsmodelle zu digitalisieren. Das gilt sowohl für das **Kundengeschäft**, aber auch für **interne Prozesse** im Sales- und Finanzbereich.

Im **ersten Quartal 2023** verzeichnete R. STAHL ein hohes profitables Wachstum mit Bestwerten bei Auftragseingang und Auftragsbestand. Die **Book-to-Bill-Ratio** sprang auf 1,24 (Gj. 2022: 1,14), was die Wachstumsziele der Gesellschaft untermauert. 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**.

Die **Guidance** von R. STAHL sieht für dieses Jahr ein **Umsatzwachstum** auf **305 bis 320 Mio. €** und ein **EBITDA pre** (vor Sondereinflüssen, s. S. 25) zwischen **30 und 36 Mio. €** vor. Unsere Schätzungen liegen mit einem Umsatz von 312,7 Mio. € und einem EBITDA von 35,3 Mio. € innerhalb des Prognosekorridors. Der positive Trend sollte sich in den kommenden Jahren fortsetzen. Beim Umsatzwachstum gehen wir in den nächsten zwei Jahren von zweistelligen Wachstumsraten aus. Aufgrund der Skaleneffekte sehen wir die EBIT-Marge mittelfristig bei über 10%. Auf Basis unserer Annahmen erhalten wir in unserem **DCF-Modell** einen fairen Wert von 30,11 € je R. STAHL-Aktie. Daraus ergibt sich unser **Kursziel** von **30,00 €**.

## SWOT-Analyse

### Stärken

- Produktportfolio/Lösungen für elektrischen Explosionsschutz weltweit führend
- Starke Marktposition in Automatisierung
- Hoher Digitalisierungsgrad
- Weltmarktführer bei Explosionsschutzlösungen für LNG-Tankschiffe
- Produktportfolio wasserstofffähig
- Hohe F&E-Kompetenz: Schlüsselrolle für zukünftiges Wachstum
- Branche streng reguliert, hohe Eintrittsbarrieren, enge Kundenbindung
- Mitarbeit bei der Entwicklung der Sicherheitsstandards

### Schwächen

- Hohe Abhängigkeit von zyklischen Branchen
- Geringer Marktanteil in Märkten außerhalb Europas
- Bedeutsamer Umsatzanteil entfällt auf Öl- und Gaskunden
- Vakanzen im Vorstand
- Die Gründerfamilien Stahl und Zaiser halten fast 50% der R. Stahl-Aktien, davon sind > 30% gepoolt
- Vorkaufsrecht des Familien-Pools für 10% des Grundkapitals, die bei der RAG-Stiftung liegen
- Noch kein ESG-Rating, Zeitrahmen für CO<sub>2</sub>-Neutralität ist offen

### Chancen

- Ausbau der LNG-Infrastruktur
- Marktanteile entlang der LNG-Wertschöpfungskette teilweise noch gering
- Aufbau der H<sub>2</sub>-Infrastruktur: Produktion, Speicherung, Verteilung etc.
- (Kombinierte) LNG-Antriebe für „Verbrenner“-Schiffe
- Neue Anlagen für die Produktion und das Recycling von Lithium-Batterien
- Erste Aufträge im Bereich Kernenergie
- Digitale Geschäftsmodelle öffnen neue Märkte und Kunden
- CO<sub>2</sub>-Fußabdruck verkleinern, Ziel für CO<sub>2</sub>-Neutralität definieren

### Risiken

- Unterbrochene Lieferketten
- Zunehmende Handelsrestriktionen
- Abhängig von der Weltkonjunktur, Inflation, Zinsen
- Verstaatlichung der profitablen russische Beteiligung
- Mangel an Fachkräften
- Fehleinschätzungen des Risikopotenzials bei der Erschließung neuer Märkte und Branchen
- Zunehmender Wettbewerbsdruck durch neue Anbieter im Komponentengeschäft
- Cyber-Attacken
- Geringe Freefloat-Marktkapitalisierung

## Historie des R. STAHL Konzerns

1876	Gründung der mechanischen Werkstatt Stahl und Weineck von Rafael Stahl und Gustav Weineck
1880	Gründung der Rundstuhlfabrik von Rafael Stahl und Wilhelm Stücklen
1893	Die zweite Generation baute das Geschäft mit Aufzügen, Elektroflaschenzügen und Kranen aus
1949	Marktführer im Bereich explosionsgeschützter Elektrogeräte
1954	Entstehung der explosionsgeschützten Schaltgeräte für Aufzugsanlagen
1965	Fusion der R. STAHL und A. Zaiser
1979	Gründung der ersten Tochtergesellschaft für Ex-Schutz in den USA
1983	Gründung der ersten Tochtergesellschaft für Ex-Schutz in Japan
1989	Verkauf der ersten explosionsgeschützten Leuchtenreihe EXLUX
1993	Aus der R. STAHL GmbH & Co. wird eine Aktiengesellschaft
1998	Übernahme des niederländischen Unternehmens ELECTROMACH B.V. Akquisition der heutigen R. STAHL HMI Systems
2001	Restrukturierungsprogramm aufgrund des Konzernverlusts
2005	Verkauf des R. STAHL Fördertechnikbereichs an die Konkurrenz aus Finnland
2006	Akquisition des norwegischen Unternehmens Tranberg A.S.
2010	Übernahme des Unternehmens Clifford & Snell
2011	Gründung der R. STAHL Camera Systems
2014	Errichtung eines Gebäudes für Grundlagenforschung, Labor und Entwicklung am Hauptsitz in Waldenburg
2015	Gründung eines neuen Produktions- und Entwicklungszentrums in Köln
2018	EXpressure® - Technologie ermöglicht Leichtbau bei Gehäusen
2022	Spatenstich für 6MWp-Solarpark am Firmensitz Waldenburg Stiftungsprofessur für Anwendung und Sicherheit von Wasserstofftechnologie in Jena

## Vorstand und Aufsichtsrat



**CEO Dr. Mathias Hallmann führt die R. STAHL AG bis auf Weiteres als Alleinvorstand.** CFO Jürgen Linhard schied zum 31.03.2021 aus und COO Bernardo Kral zum 30.06.2022. Wir gehen davon aus, dass die vakanten Positionen im Vorstand wieder besetzt werden. Der Vorstand besteht aus einer oder mehreren Personen.

**CEO Dr. Mathias Hallmann** studierte und promovierte im Fachbereich Maschinenbau an der Universität Karlsruhe. Sein beruflicher Werdegang beinhaltet folgende Stationen:

- 1994 McKinsey, Berater
- 2002 Moeller GmbH, Leiter der Business Unit Automation
- 2005 Böhler Welding Group und Mutterkonzern voestalpine, verschiedene Management Funktionen
- 2013 Lincoln Electric, gesamtverantwortliche Leitung des Geschäfts außerhalb Amerikas
- Zum 01.10.2017 Berufung in den Vorstand der R. STAHL AG, Vorsitzender des Vorstands seit 2018, der Vorstandsvertrag mit Dr. Hallmann wurde am 25.04.2023 um **weitere 3 Jahre bis 30.09.2026 zum zweiten Mal vorzeitig verlängert.**

Der **Aufsichtsrat** der R. STAHL AG ist nach dem Drittelbeteiligungsgesetz zusammengesetzt und besteht aus neun Mitgliedern. Drei Mitglieder sind als Vertreter der Arbeitnehmerseite bestellt, die anderen sechs repräsentieren die Anteilseigner. Mitglieder des Aufsichtsrats sind **Peter Leischner (Vorsitzender)**, **Heike Dannenbauer (stellvertretende Vorsitzende)**, Klaus Erker, Nadine Ernstberger, Prof. Dr. Peter Hofmann, Andreas Müller, Dr. Renate Neumann-Schäfer, Harald Rönn und Nikolaus Simeonidis.

Der Aufsichtsrat hat zwei Ausschüsse gebildet: der **Prüfungsausschuss** besteht seit 2018 aus Dr. Renate Neumann-Schäfer, Peter Leischner sowie Andreas Müller und Nikolaus Simeonidis; der **Verwaltungsausschuss** besteht auch seit 2018 aus Peter Leischner, Heike Dannenbauer, Klaus Erker sowie Harald Rönn (seit 2021).

Der **Aufsichtsratsvorsitzende Peter Leischner** hat sein Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Johannes-Gutenberg-Universität Mainz absolviert. Er gehört seit 2008 dem Aufsichtsrat von R. STAHL an und übernahm 2018 dessen Vorsitz.

Seit 2001 ist **Heike Dannenbauer** als Stage Managerin bei Apollo Theater Produktionsgesellschaft mbH in Stuttgart. Sie ist seit 2013 stellvertretende Vorsitzende des Aufsichtsrats bei R. STAHL und Mitglied des Verwaltungsausschusses.

**Klaus Erker** ist bereits seit 1982 bei R. STAHL Schaltgeräte GmbH in Waldenburg und seit 2013 Mitglied des Verwaltungsausschusses.

**Nadine Ernstberger** hat neben der Ausbildung zur Industriekauffrau bei R. STAHL AG ein Studium im Bereich Wirtschaftspsychologie an der SFH Fernhochschule Riedlingen

abgeschlossen. Seit 2007 ist sie als Sachbearbeiterin der R. STAHL Schaltgeräte GmbH in Waldenburg tätig.

**Prof. Dr. Peter Hofmann** schloss sein Studium im Bereich Informatik an der TU Stuttgart ab und war als Honorarprofessor für Mechatronische Systeme an der TU Dresden tätig. Seit 2021 ist er selbständiger Technologieberater und Mitglied des Aufsichtsrats der R. STAHL.

**Andreas Müller** ist Mitglied des Vorstands der KHD Humboldt Wedag Vermögensverwaltungs-AG in Köln. Seit 2018 ist er Mitglied des Prüfungsausschusses.

**Dr. Renate Neumann-Schäfer** ist seit 2018 freie Unternehmensberaterin in Überlingen und zur gleichen Zeit als Vorsitzende des Prüfungsausschusses der R. STAHL.

**Harald Rönn** hat sein Studium in Brasilien absolviert und seit 2020 ist er Mitglied des Verwaltungsausschusses der R. STAHL.

**Nikolaus Simeonidis** ist seit 1990 in der R. STAHL Schaltgeräte GmbH tätig. Seit 2013 ist er Mitglied des Prüfungsausschusses.

Die **Tagesordnung für die Hauptversammlung am 29. Juni 2023** sieht unter dem Tagesordnungspunkt 6 die Wahlen von Aufsichtsratsmitgliedern als Vertreter der **Anteilseigner** vor. Demnach stellt sich Frau Heike Dannenbauer nicht mehr zur Wahl. Dafür steht Herr **Dennis Stahl** neu zur Wahl.

Dennis Stahl schloss 2013 sein Studium an der Business School, Loughborough University, UK, ab. Er ist Gründer & Managing Director der OnePurpose Network GmbH, München.

Die **drei AR-Sitze der Arbeitnehmerseite** wurden bereits im Mai gewählt. Herr **Klaus Erker** und Herr **Nikolaus Simeonidis** wurden in ihren Ämtern bestätigt. Neu für den AR wurde Frau **Bettina Beer** gewählt, die Frau Nadine Ernstberger ersetzt. Frau Beer tritt ihr Amt mit der konstituierenden AR-Sitzung am 29. Juni direkt im Anschluss an die HV an.



## Unternehmensstruktur

Die R. STAHL AG ist die Muttergesellschaft des R. STAHL Konzerns. Sie fungiert als Holding der in- und ausländischen Beteiligungen und legt durch den Vorstand die strategische Ausrichtung und die Ziele des Konzerns fest. Entsprechend ist die AG für Steuerungs- und Governance-Aufgaben zuständig. Funktionen wie Finanzen & Controlling, Risk & Compliance, Steuern, Personal, Investor Relations & Öffentlichkeitsarbeit sind auf Konzernebene organisiert.

Zum Ultimo 2022 umfasste der R. STAHL Konzern insgesamt 32 Gesellschaften. Der Explosionsschutzmarkt wird in den Regionen Europa, Asien/Pazifik und Nordamerika von 18 Gesellschaften operativ abgedeckt. Hinzukommen weltweit 59 Vertriebsrepräsentanzen, so dass in mehr als 50 Ländern ein direkter Marktzugang besteht.

Die Produktionsstandorte zeichnen sich durch spezifische Kernkompetenzen aus:

### R. STAHL: Produktionsstandorte



Quelle: Solventis Research, R. STAHL AG

## **Geschäftsmodell R. STAHL**

R. STAHL zählt zu den weltweit führenden Anbietern von Produkten und Systemen für den elektrischen Explosionsschutz. Das Unternehmen verfügt über eine große Vielfalt an elektromechanischen, elektronischen und automatisierungstechnischen Komponenten sowie kundenspezifischen Systemlösungen. Die hohe technologische Kompetenz, Innovationen sowie State-of-the-Art Produkte bilden die Basis für die starke Marktposition von R. STAHL. Mit Tochtergesellschaften, Produktionsstätten und Vertriebsniederlassungen ist R. STAHL in den europäischen Märkten, im Nahen Osten und in Südafrika, im asiatisch-pazifischen Raum sowie Nord- und Südamerika präsent.

Die Branche ist von Eintrittsbarrieren gekennzeichnet, die mit der Komplexität des Produktes bzw. der Systemlösung wachsen. Voraussetzungen für eine erfolgreiche Geschäftstätigkeit ist die Zertifizierung nach internationalen Standards, die für die weltweite Normierung auf dem Gebiet der Elektrotechnik erforderlich sind. Hinzu kommt, dass zusammen mit Kunden und Anbietern die notwendigen Spezifikationen von Produkten und Lösungen im Kontext des Explosionsschutzes erarbeitet werden müssen. Das kann eine Vorlaufzeit von 5 bis 10 Jahre haben, bevor sich ein Markt entwickelt. Dafür ist der LNG-Markt ein gutes Beispiel, wo die wesentlichen Spezifikationen vor Jahren abgeschlossen wurden und der jetzt ein schönes Wachstum zeigt. Für den Wasserstoffmarkt werden die erforderlichen Spezifikationen derzeit festgelegt. Aber erst in einigen Jahren wird der Wasserstoffmarkt eine interessante Größe aufweisen.

Der Bedarf an elektrischen Explosionsschutzlösungen steigt, getrieben von globalen (Mega-)Trends wie Bevölkerungswachstum, Klimawandel bzw. Dekarbonisierung, zunehmende Mobilität sowie Digitalisierung. Um die daraus resultierenden Wachstumschancen zu nutzen, arbeitet R. STAHL an dem Ausbau ihrer Marktanteile durch die Qualifizierung als Lieferant bei Endkunden und Anlagenbetreibern sowie das Einbringen von Expertise in technischen Normen. Ziel ist, die starke Marktposition in Europa zu festigen und auszubauen. Die Marktanteile in RoW sollen erhöht werden. Das gilt vor allem für den Nahen Osten und Asien.

## Ziele der Konzernstrategie

Seit 2018 wurden unter der Führung von CEO Dr. Hallmann die Ziele der Konzernstrategie auf Basis verschiedener Programme (R. STAHL 2020, EXcellence 2023, EXcellence 2030) entwickelt, verfestigt und erweitert. Die aktuelle Konzernstrategie EXcellence 2030 erweitert die bisherige Strategie um die Säulen **Internationalisierung** und **Digitalisierung**:


### 1. Effizienz

Durch Methoden des Lean-Managements wurden Prozesse optimiert und die Ertragskraft erhöht. Dazu tragen auch die weltweite Standardisierung und Fokussierung der Vertriebsprozesse maßgeblich bei (Vertriebsexzellenz).

### 2. Technologie

Das Produktportfolio wird an den Kundenerfordernissen sowie marktgetriebenen Innovationen ausgerichtet. Dazu wird der Markt in den Bereichen Flüssiggas- und Wasserstofftechnologie intensiv bearbeitet. Partnerschaften mit Universitäten und Forschungsinstituten erweitern die Möglichkeiten und Kompetenzen im Bereich F&E erheblich. R. STAHL ist aktiv an Forschungs Kooperationen zum Thema Sicherheitskonzepte für Wasserstoff-Großanlagen mit der Physikalisch Technischen Bundesanstalt (PTB), der TU Dresden und der Ernst-Abbe-Hochschule (EAH) Jena beteiligt. 2022 wurde eine Stiftungsprofessur für „Anwendung und Sicherheit von Wasserstofftechnologien“ mit der EAH auf den Weg gebracht.

## R. STAHL: Megatrends

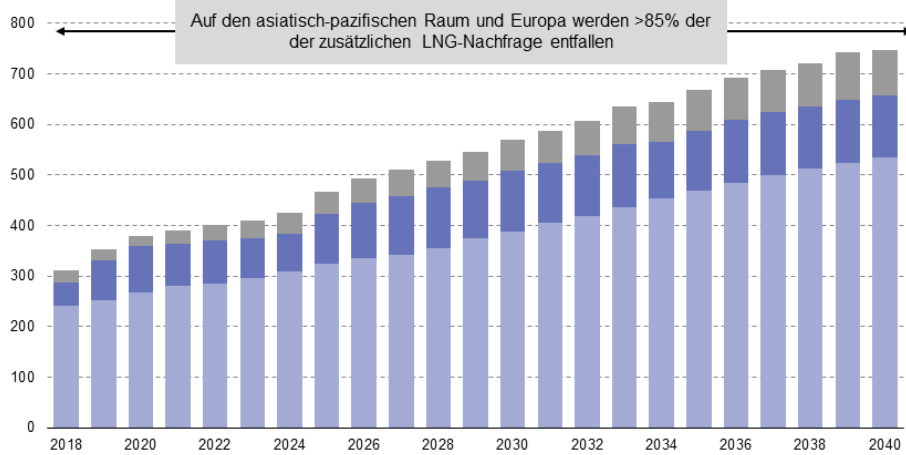
Trends	Bedürfnisse	Chancen für R. STAHL
 <b>Bevölkerungs- &amp; Wohlstandswachstum</b>	<b>Wachsender Bedarf an Energie &amp; Nahrung:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Steigende Zahl von Menschen</li> <li>• Höherer Lebensstandard</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Öl dürfte seinen Höhepunkt voraussichtlich erst nach 2030 erreichen</li> <li>• Wachstum in den Bereichen Chemie, Pharma und Lebensmittel &amp; Getränke</li> </ul> 
 <b>Klimawandel</b>	<b>Reduktion der CO<sub>2</sub>-Emissionen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Kurzfristig: CO<sub>2</sub>-arme Brennstoffe</li> <li>• Langfristig: CO<sub>2</sub>-freie Energie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Begrenztes Risiko: kein Exposure gegenüber Kohle und Bergbau</li> <li>• Starke Marktposition im wachsenden LNG-Markt</li> <li>• H<sub>2</sub> + e-fuels als Energieträger der Zukunft</li> </ul> 
 <b>Steigende Mobilität</b>	<b>Sozialökonomische Veränderungen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Wachsende Anzahl von Fahrzeugen</li> <li>• Trend zu Elektrofahrzeugen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fuel-Verbrauch</li> <li>• Neue Anlagen zur Herstellung (und Recycling) von Batterien</li> <li>• Aufbau der H<sub>2</sub> Infrastruktur (Lager, Verteilung usw.)</li> </ul> 
 <b>Digitalisierung</b>	<b>Ausstattung und Dienstleistungen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Automatisierung</li> <li>• Digitale Geschäftsmodelle</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Starke Marktposition in der Automatisierung</li> <li>• Wachstum bei Halbleitern</li> <li>• Unbemannte Plattformen und autonome Schiffe</li> </ul> 

Quelle: Solventis Research, R. STAHL AG

### 3. Wachstum

**Megatrends** treiben Technologien und Wachstum voran, bieten daher eine Vielzahl von Opportunitäten für R. STAHL. Schätzungen zufolge werden in den nächsten zwei Jahrzehnten mehr als 85% der **LNG-Nachfrage** aus den Regionen Asien/Pazifik und Europa kommen. Weltweit wird bis 2040 ein CAGR von 4,0% erwartet. Europa wird mit 4,5% etwas stärker wachsen und Asien/Pazifik mit 3,7% etwas schwächer. Für andere Regionen wird ein CAGR von 5,9% prognostiziert. Aufgrund der hohen Nachfrage, die R. STAHL für LNG verzeichnet, ist das Wachstum aktuell vermutlich höher als im Schaubild dargestellt.

**R. STAHL: LNG-Nachfrage (in Mio. Tonnen pro Jahr)**



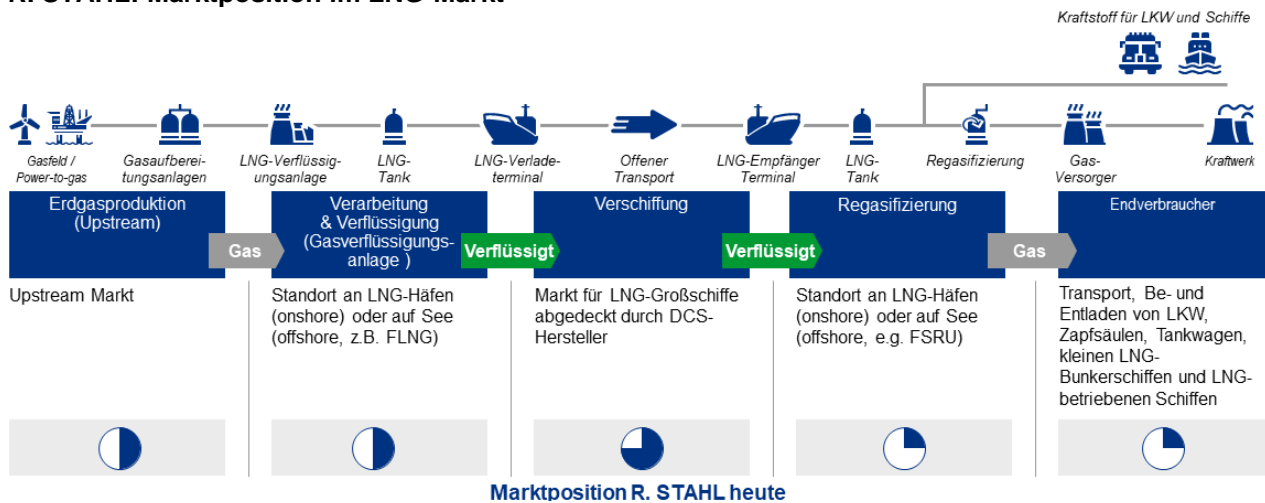
	CAGR 2018-2040
Weltweit	4,0%
Sonstige	5,9%
Europa	4,5%
Asien/Pazifik	3,7%



Quelle: Solventis Research, R. STAHL AG, Novatek (Juni 2020)

R. STAHL will die Marktposition entlang der LNG-Wertschöpfungskette weiter ausbauen und so schneller als der Markt wachsen.

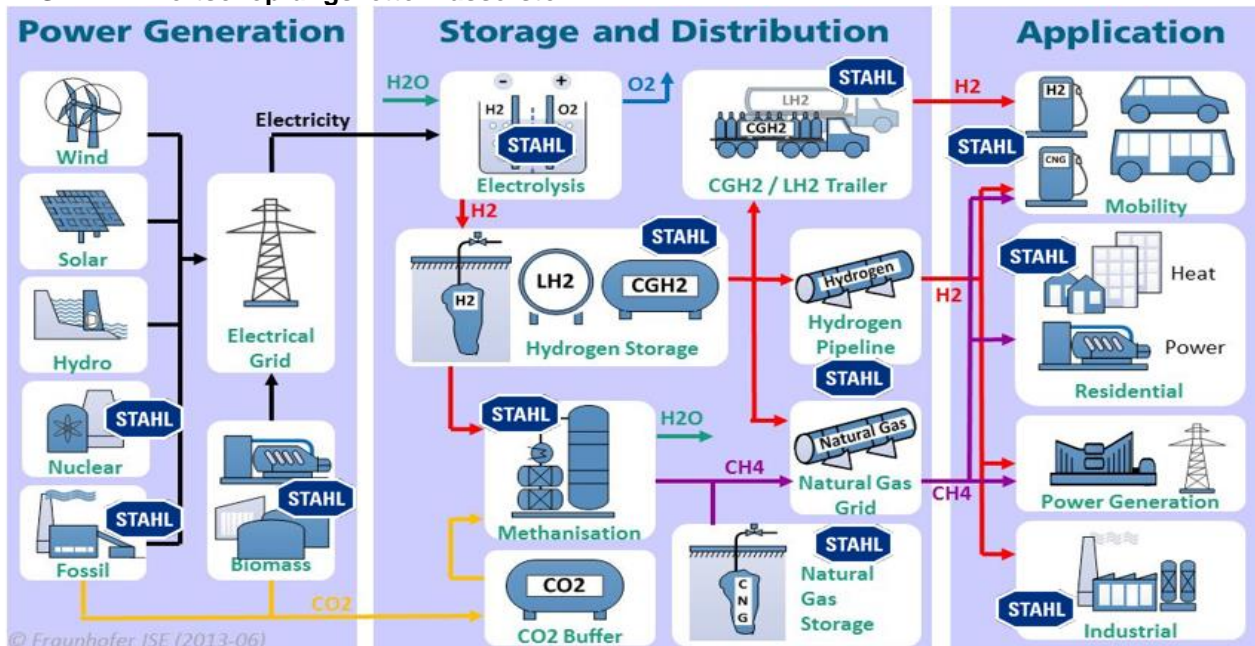
**R. STAHL: Marktposition im LNG-Markt**



Quelle: Solventis Research, R. STAHL AG, EIC Research (2019), SHELL Research (2019)

LNG wird als Brückentechnologie zum **Wasserstoff** gesehen, dem die Zukunft gehört. Es wird allerdings noch **5-10 Jahre** dauern, bis Wasserstoff einen spürbaren Beitrag zur Energieversorgung leisten kann. Das hängt mit der fehlenden Infrastruktur, der Verfügbarkeit von erneuerbarer Energie und den Kosten in Produktion, Speicherung und Verteilung zusammen. Ein **Großteil** der **Produkte** von R. STAHL ist für den **Einsatz** mit **Wasserstoff** bereits heute **geeignet**.

## R. STAHL: Wertschöpfungskette Wasserstoff



Mit fokussierten Vertriebsaktivitäten werden die Geschäftsfelder ausgebaut. Wichtig für zukünftiges Wachstum sind in diesem Zusammenhang die Entwicklung **segmentspezifischer Lösungen**. Darüber hinaus können sich neue Wachstumsfelder ergeben. So entwickelt R. STAHL die **Kernenergie-Branche als neues Wachstumsfeld**. R. STAHL gewann die Ausschreibung für die gesamte 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 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.

#### 4. Nachhaltigkeit

R. STAHL richtet sich an den ESG-Kriterien (Environment, Social und Governance) aus. Beispielsweise generieren die Solarparks von R. STAHL mehr grünen Strom als für die Produktion benötigt wird. Ziel von R. STAHL ist es, ein klimaneutrales Unternehmen zu werden. Bei den Produkten setzt R. STAHL auf Langlebigkeit und Leichtbau, z.B. bei der Gehäuse-Serie EXpressure®. Ein verminderter Ressourcenverbrauch verbessert den CO<sub>2</sub>-Fußabdruck. Die Produkte von R. STAHL helfen den Kunden nachhaltiger zu werden. Zuverlässiger Explosionsschutz hilft durch Störfälle ausgelöste Umweltschäden zu vermeiden. Die LED-Leuchten und die remote steuerbaren Digitalisierungslösungen von R. STAHL vermindern den Energieverbrauch. Das gilt auch für das Smart Lighting System von R. STAHL, das die Außenbeleuchtung an die Umgebungshelligkeit anpasst und so zusätzlich die Lichtverschmutzung reduziert. Die

Ermittlung der entsprechenden Daten setzt ein zielgerichtetes und effizientes Datenmanagement voraus.

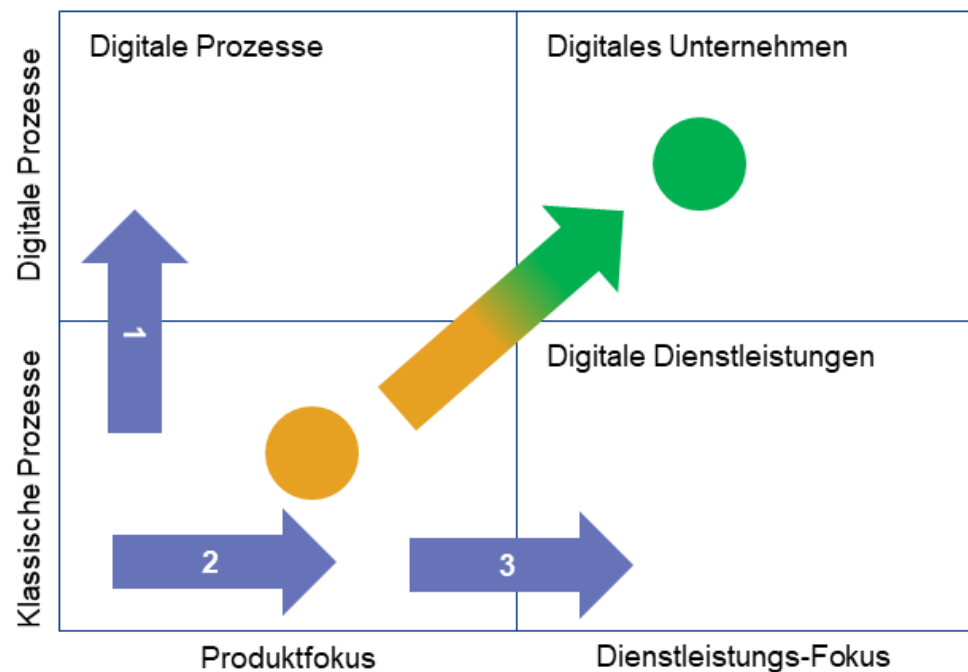
### 5. Digitalisierung

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 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 Geschäftsmodelle zu digitalisieren. Das gilt sowohl für das Kundengeschäft, aber auch für interne Prozesse im Sales- und Finanzbereich. R. STAHL ermöglicht mit Lösungen wie dem digitalen Produktpass, dem digitalen Zwilling etc. die Realisierung digitaler Geschäftsmodelle bei den Kunden.

Ein Anwendungsbeispiel ist das erste emissionsfreie und autonome Schiff Yara Birkeland. Für das Schiff lieferte R. STAHL einen Suchscheinwerfer und Navigationsleuchten (LED), die an die speziellen Bedingungen auf See angepasst sind. Digitale Lösungen von R. STAHL überwachen die Beleuchtungs- und Wärmesysteme automatisch. Die verbauten Systeme können unabhängig vom Standort remote kontrolliert und gesteuert werden.

### R. STAHL: Digitalisierung: Global harmonisierte Datenstrukturen & Schnittstellen



- 1 Digitalisierung von Geschäftsprozessen
- 2 Entwicklung von digitalen Produkten
- 3 Entwicklung von digitalen Geschäftsmodellen

Quelle: Solventis Research, R. STAHL AG

### 6. Internationalisierung

R. STAHL verfügt über führende Produkte und Lösungen im Bereich elektrischer Explosionsschutz, die von globalen Megatrends profitieren. Die Megatrends haben Transformationen zur Folge, die ohne Digitalisierung und Automatisierung von Prozessen kaum darstellbar wären. Zu den Kundenbranchen zählen u.a. Chemie, Pharmazie, Energieerzeugung (Erdgas & LNG, Wasserstoff, Kernenergie), Schiffbau und die Lebensmittelbranche.

#### R. STAHL: Internationalisierung

Tochtergesellschaften  
 Distributoren und Handelsvertreter  
 Produktionsstandorte

##### TG. Deutschland

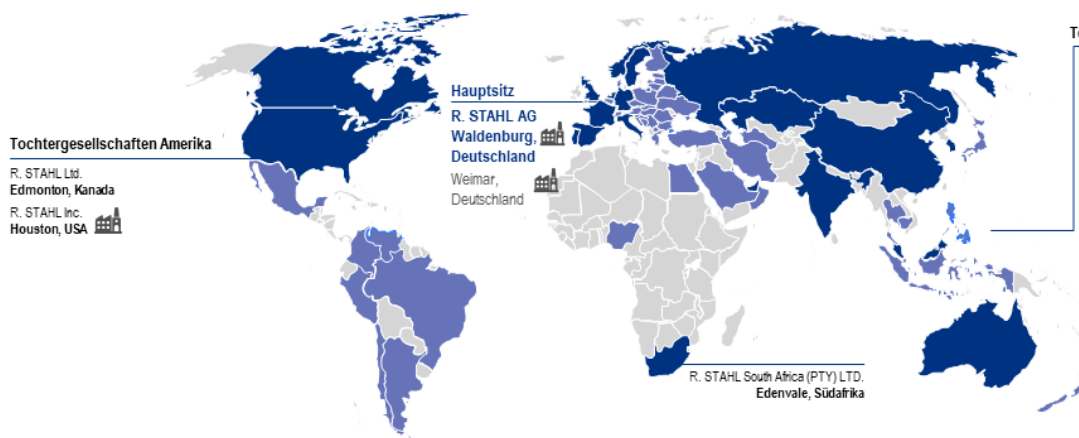
R. STAHL Schaltgeräte GmbH  
Waldenburg, Deutschland  
R. STAHL HMI  
Köln, Deutschland

##### Tochtergesellschaften Zentralregion

R. STAHL Ltd.  
Birmingham, UK  
R. STAHL France SAS  
Avignon, Frankreich  
Electromach B.V.  
Hengelo, Niederlande  
R. STAHL S.R.L.  
Peschiera Borromeo, Italy  
INDUSTRIAS STAHL  
Alcobendas, Spanien  
INDUSTRIAS STAHL  
Lisboa, Portugal  
R. STAHL Tranberg AS  
Stavanger, Norwegen  
Oslo, Norwegen

##### Tochtergesellschaften Asien

R. STAHL Ex-Proof  
Shanghai, China  
R. STAHL (P) Ltd.  
Chennai, India  
R. STAHL Co. Ltd.  
Seoul, Korea  
R. STAHL Middle East  
Dubai, UAE  
R. STAHL PTE LTD.  
Singapore  
R. STAHL Australia  
Sutherland, Australia



Quelle: Solventis Research, R. STAHL AG

R. STAHL ist mit Tochtergesellschaften, Produktionsstätten und Vertriebsniederlassungen in den europäischen Märkten, im Nahen Osten, in Südafrika, im asiatisch-pazifischen Raum sowie in Nord- und Südamerika bereits 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. Im Fokus stehen dabei insbesondere Asien, der Nahe Osten und Afrika.

## **Normen und Regulierungen im elektrischen Explosionsschutz**

Der gewerbsmäßige Umgang mit brennbaren Stoffen muss strenge regulatorische Auflagen erfüllen, die regional deutlich voneinander abweichen. Im Bereich des elektrischen Explosionsschutzes sind in der EU die Richtlinien 2014/34/EU sowie 1999/92/EG (ATEX-Richtlinien) einzuhalten, während in den USA der National Electrical Code (NEC) und in Kanada der Canadian Electrical Code (CEC) bei der Errichtung elektrischer, explosionsgeschützter Anlagen maßgeblich sind. Die Standards differieren hinsichtlich ihrer technischen Durchführungsverordnungen erheblich. Auf nationaler Ebene gibt es weitere Normen- und Richtlinien. Im Sinne eines global freien Warenverkehrs arbeitet die für die weltweite Normierung auf dem Gebiet der Elektrotechnik zuständige International Electrotechnical Commission (IEC), die in der Schweiz ansässig ist, erfolgreich an international gültigen Zulassungsbedingungen für elektrische Geräte im Bereich Explosionsschutz. Die aus ihrer Arbeit abgeleiteten Normen der Reihe IEC 60079 sowie das dazugehörige Konformitätsbewertungssystem IECEx, die sich technisch sehr nah an den europäischen ATEX-Richtlinien bewegen, haben sich zu einem weltweit anerkannten Standard entwickelt. Mittlerweile erkennt auch die für die US-amerikanischen Offshore-Installationen zuständige US Coastguard IECEx-zertifizierte Produkte für Offshore Anlagen an. R. STAHL zählt zu den weltweit führenden Anbietern auf dem Gebiet des elektrischen Explosionsschutz basierend auf IEC und europäischen Standards und entwickelt diese mit. Zertifizierungen von Komponenten und Systemen nach den jeweiligen Normen ist eine der Kernkompetenzen von R. STAHL.

## **Markt mit hohen Eintrittsbarrieren**

Im Bereich des Explosionsschutzes nehmen die Anforderungen weltweit zu, die die Markteintrittsbarrieren für potenzielle Wettbewerber wachsen lassen. Die Anforderungen zeigen sich an dem weltweit an Bedeutung gewinnenden IECEx-Zertifizierungssystem und die steigende Wichtigkeit des Track Records der Anbieter, den die Kunden sicherheitskritischer Explosionsschutz-Produkte und Systems verlangen. Auftraggeber bevorzugen etablierte Anbieter mit einem belastbaren Track Record ihrer Fähigkeiten. Außerdem sind die komplexen Zertifizierungsvorschriften sowie der Nachweis, dass die Normen und Standards erfüllt werden, erhebliche bürokratische Barrieren für neue Anbieter. In der Folge besteht eine hohe Kundenloyalität und -bindung.



## Produkte

R. STAHL bietet rund 50 Produktgruppen an. Diese Produkte werden in folgende 4 Bereiche eingeteilt:

- Elektromechanische Komponenten
- Beleuchtungskörper & Signaleinrichtungen
- Netzwerk- & Automatisierungslösungen
- Benutzerschnittstellen

### R. STAHL: Produkte

#### Elektromechanische Komponenten



- Steckerverbindungen
- Gehäuse
- Schaltschränke und Steuerkästen

#### Leuchten & Signalgeräte



- #1 in der LED-Technologie
- Signaleinrichtungen
- Notbeleuchtung
- Batteriekästen

#### Netzwerk- & Automatisierungslösungen



- Feldbus
- Remote I/O
- Schalter
- Access Points

#### Mensch-Maschine-Schnittstellen (HMI-Systeme)

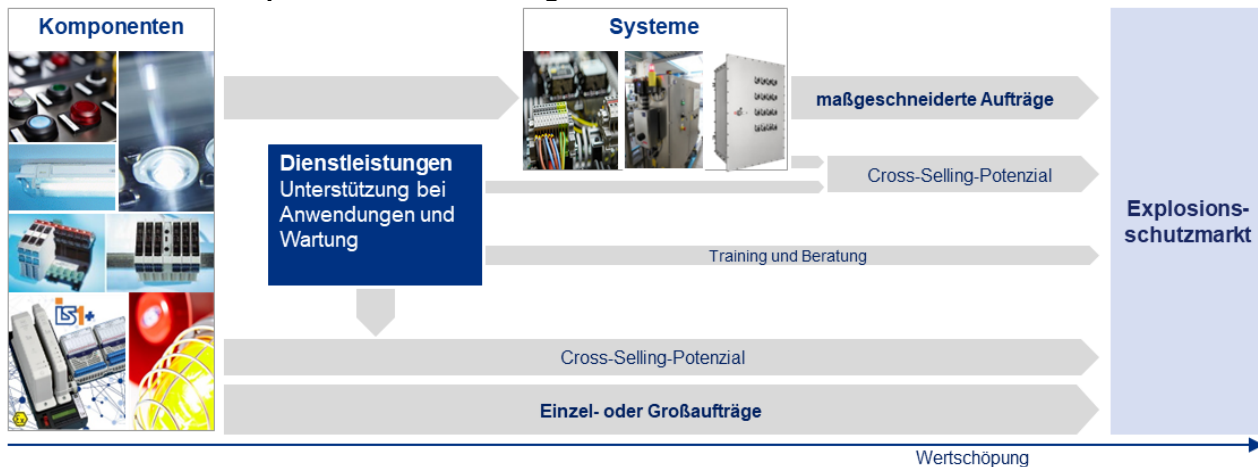


- Bildschirme
- Panel PCs
- Handgeräte
- Kameras

Quelle: Solventis Research, R. STAHL AG

Die Produkte befinden sich entlang der kompletten Wertschöpfungskette.

**R. STAHL: Vom Komponenten- zum Lösungsanbieter**



Quelle: Solventis Research, R. STAHL AG

Basierend auf einer kontinuierlichen, zielgerichteten F&E-Arbeit fokussierte sich R. STAHL seit der Gründung auf die Produktion von State-of-the-Art Komponenten.

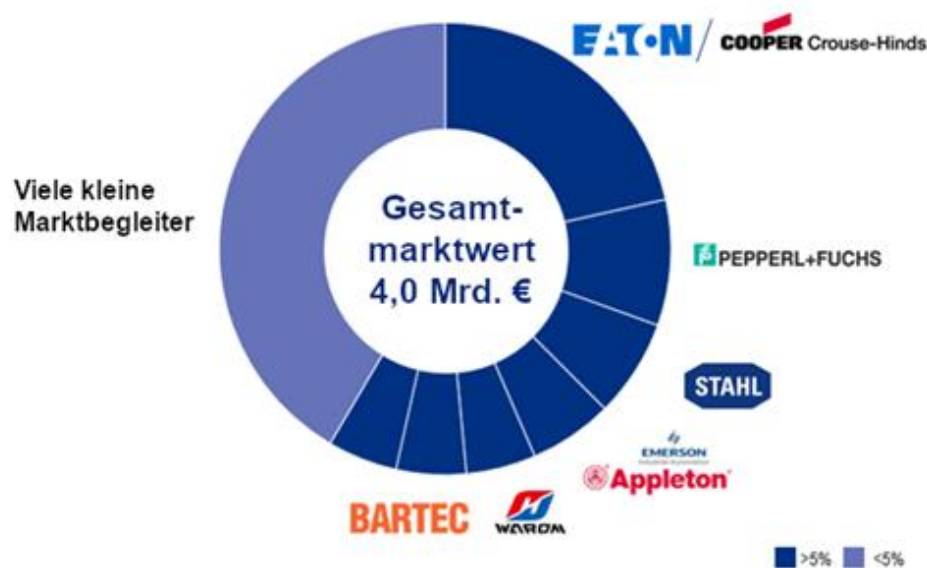
Aufgrund der steigenden Sicherheitsanforderungen an die Betreiber technischer Anlagen besteht für R. STAHL die Chance, mit individuellen Systemlösungen profitables Wachstum mit höheren Margen zu generieren. Auf diesem Gebiet ist R. STAHL schon heute weltweit führend. In eine ähnliche Richtung zielt die Ausweitung des Produktangebots um Dienstleistungen, die die Kunden aufgrund zunehmender Regulierung und limitierter eigener Kapazitäten nachfragen.

Darüber hinaus ergeben sich Chancen aus der Konzentration der Kunden auf das eigene Kerngeschäft und die damit einhergehende Auslagerung von Engineering- und Maintenance-Funktionen bis hin zu neuen digitalen Dienstleistungen. Das Sicherheitsmanagement der Prozessanlagen kann so vereinfacht werden und ist „remote“ möglich. Dass die Technik funktioniert, hat R. STAHL bei der Ausrüstung der Yara Birkeland gezeigt, dem weltweit ersten autonom fahrenden E-Containerschiff. Wachstumschancen sieht R. STAHL auch im Bereich Schulungsangebote.

## Wettbewerber

Global unterwegs wie R. STAHL sind Cooper Crouse-Hinds (CCH) und Pepperl+Fuchs (P+F). CCH gehört zur EATON Corp. (Irland) und hat durch M&A wiederholt Marktanteile dazugekauft. Die deutsche P+F ist nicht an der Börse vertreten. Die anderen Wettbewerber sind eher regional unterwegs. Appleton ist Teil des US-Konzerns Emerson. Die chinesische WAROM und der US-Player Hubbell sind an der Börse gelistet.

### R. STAHL: Kleine und mittelgroße Wettbewerber



Quelle: Solventis Research, R. STAHL AG

Überschneidungen von R. STAHL und P+F bestehen im Bereich Prozessautomation, der bei P+F überwiegend dem Explosionsschutz zuzurechnen ist. Im Bereich Automation ist P+F gemessen am Volumen die Nr. 1 in Europa, während R. STAHL bei Leuchten und Niederspannungstechnik der europäische Marktführer ist. Insgesamt liegt P+F im Bereich Automation etwas vor R. STAHL in Europa.

In Bezug auf das Produktprogramm sind die deutsche BARTEC und die chinesische WAROM ähnliche Generalisten wie R. STAHL.

Cooper Crouse-Hinds ist Teil von EATON und Appleton von Emerson. Sowohl bei EATON als auch bei Emerson ist der Explosionsschutz von untergeordneter Bedeutung. Dass diese Großkonzern Explosionsschutz-Produkte anbieten, spricht allerdings für die Profitabilität dieses Geschäfts.

Die Wettbewerber sind gemessen am Umsatz durchweg wesentlich größer als R. STAHL und auch profitabler. Warum erzielte bei einem Umsatz von 419 Mio. € eine EBIT-Marge von 11,3% (jeweils 2021) und P+F verzeichnete bei einem Umsatz von knapp 900 Mio. € (2021) eine EBIT-Marge von 9,3% (jeweils 2021). Es spricht also einiges dafür, dass die Unternehmensgröße positiv mit der Profitabilität korreliert. Die Ableitung wäre, dass R. STAHL deutlich größer werden muss, um profitabler zu werden. Erklärtes Ziel der mittelfristigen Unternehmensstrategie ist, den Umsatz auf über

400 Mio. € bei einer zweistelligen EBIT-Marge zu bringen. Im Wesentlichen geht es darum, die bestehenden Fixkostenstrukturen mit mehr Umsatz zu hebeln. Gemessen an den Zahlen der Wettbewerber sind die Ziele plausibel.

### R. STAHL: Konzern-Kennzahlen ausgewählter Wettbewerber (in Mio. €)

	Umsatz		EBITDA		EBIT		Gewinn	
	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021
EATON Corporation	19.390,7	17.266,0	3.962,8	3.318,1	3.071,4	2.507,0	2.300,5	1.886,0
<i>Marge</i>			20,4%	19,2%	15,8%	14,5%	11,9%	10,9%
Pepperl+Fuchs SE	-	789,0	-	107,2	-	73,3	-	52,3
<i>Marge</i>				13,6%		9,3%		6,6%
Emerson Electric Co.	20.031,6	15.746,4	4.826,0	3.646,5	3.765,7	2.809,8	3.297,3	1.988,6
<i>Marge</i>			24,1%	23,2%	18,8%	17,8%	16,5%	12,6%
HUBBELL INC	4.623,3	3.689,4	811,0	602,8	672,2	471,7	510,1	351,4
<i>Marge</i>			17,5%	16,3%	14,5%	12,8%	11,0%	9,5%
Warom Technology Inc. Co	412,2	419,2	-	53,9	-	47,5	-	52,8
<i>Marge</i>				12,9%		11,3%		12,6%
R. STAHL	274,3	248,1	21,8	17,6	5,3	1,0	1,9	-4,9
<i>Marge</i>			7,9%	7,1%	1,9%	0,4%	0,7%	-2,0%

Quelle: Solventis Research, R. STAHL AG

#### Pepperl+Fuchs SE

Die Pepperl+Fuchs SE entwickelt, produziert und verkauft Komponenten, Lösungen und Dienstleistungen für die Fabrik- sowie die Prozessautomation. Um die spezifischen Anforderungen der unterschiedlichen Märkte und Käufergruppen zu erfüllen, teilte Pepperl+Fuchs seine Aktivitäten im Jahr 1991 in die beiden Geschäftsbereiche Fabrik- und Prozessautomation auf.

Der Auftragseingang ist noch deutlicher als der Umsatz von 276,9 Mio. € in 2020 auf 342,6 Mio. € in 2021 gestiegen (23,7%). Insbesondere aufgrund der eingeschränkten Verfügbarkeit elektronischer Bauelemente konnte der starke Auftragseingang nicht vollständig in Umsatz überführt werden, weshalb Ende 2021 ein deutlich höherer Auftragsbestand als im Vorjahr zu verzeichnen war.

#### Cooper Crouse-Hinds (EATON)

Crouse-Hinds war ein 1879 gegründeter Produzent von explosions sicheren elektronischen Spezialteilen. 1981 wurde das Unternehmen von Cooper Industries gekauft und bestand als Tochtergesellschaft bis die EATON Cooper 2012 übernahm. Heute existiert Crouse-Hinds lediglich als Markenname für verschiedene Produkte bei EATON im Bereich Explosionsschutz.

2019 kaufte EATON das französische Unternehmen Souriau-Sunbank für 920 Mio. \$. Souriau stellt „hochentwickelte elektrische Verbindungslösungen für raue Umgebungen her“ und erzielte damit in den zwölf Monaten vor der Übernahme einen Umsatz von 363 Mio. \$. 2020 erzielte EATON mit dem Souriau Geschäft einen Umsatz von 287 Mio. \$.

#### Appleton (Emerson)

Anfang 2014 erwarb Emerson Electrical das Unternehmen EGS Electrical, welches es vorher zusammen mit der SPX Corporation gehalten hatte und benannte dieses in Appleton Group um. Zu dem Zeitpunkt hatte EGS einen Jahresumsatz von ~500 Mio. \$. Appleton stellt heute industrielle Produkte wie zum Beispiel Lichtanlagen

und verschiedene elektronische Geräte/Teile her. Daten zu Appleton sind nicht verfügbar. Es gab 2021 Gerüchte, dass Emerson Appleton zum Verkauf stellt.

#### **Hubbell Inc.**

Hubbell ist ein Hersteller von Elektro- und Versorgungslösungen für eine Reihe von Kunden- und Endmarktanwendungen. Das Unternehmen ist in den zwei Segmenten Electrical Solutions und Utility Solutions tätig. Das Segment Electrical Solutions umfasst Produkte für Standard- und Spezialanwendungen für Verdrahtungsgeräte, elektrische Einbauprodukte, Steckverbinder und Erdungsprodukte, Beleuchtungsarmaturen und -steuerungen sowie andere elektrische Geräte. Im Segment Utility Solutions werden Verteilungs-, Übertragungs-, Umspann- und Telekommunikationsprodukte entwickelt und hergestellt, die hauptsächlich in der Strom-, Wasser-, Gas- und Telekommunikationsbranche eingesetzt werden. Das Angebot umfasst eine fortschrittliche Messinfrastruktur, Zähler- und Randgeräte sowie Softwaredienste. Die Produkte werden an eine Reihe von Händlern und Anwendern wie Versorgungsunternehmen, Telekommunikationsfirmen, Bau- und Ingenieurbüros verkauft.

#### **Warom Technology Inc.**

Warom Technology ist ein in China ansässiges Unternehmen, das hauptsächlich in der Elektrogeräteindustrie tätig ist. Zu den Hauptgeschäftsfeldern des Unternehmens gehören die Forschung und Entwicklung, die Herstellung und der Vertrieb von explosionsgeschützten elektrischen Produkten, Beleuchtungen, photovoltaischen Solarprodukten, optoelektronischen Leuchtdioden (LED) und industriellen Automatisierungsprodukten. Das Unternehmen bietet auch After-Sales, Wartungsdienste sowie Energiemanagementdienstleistungen an. Die Produkte werden hauptsächlich in den Bereichen Erdöl, Chemie, Erdgas, Kohle, Militär, öffentliche Sicherheit, Feuerwehr, Eisenbahnen, Autobahnen und Häfen eingesetzt. Das Unternehmen ist überwiegend in China aktiv.

#### **BARTEC-Gruppe**

Die BARTEC Gruppe (u.a. BARTEC Top Holding GmbH, BARTEC GmbH, BARTEC BENKE GmbH, BARTEC Vertrieb Deutschland GmbH) ist im Bereich des Explosionsschutzes sowie der Mess- und Wärmetechnik in der Entwicklung sowie als Produktions- und Vertriebsgesellschaft tätig. Entwickelt, produziert und vertrieben werden vor allem Sicherheitskomponenten und Systemlösungen für Bereiche, in denen mit gefährlichen Stoffen wie brennbaren Flüssigkeiten, Gasen und Stäuben gearbeitet wird.

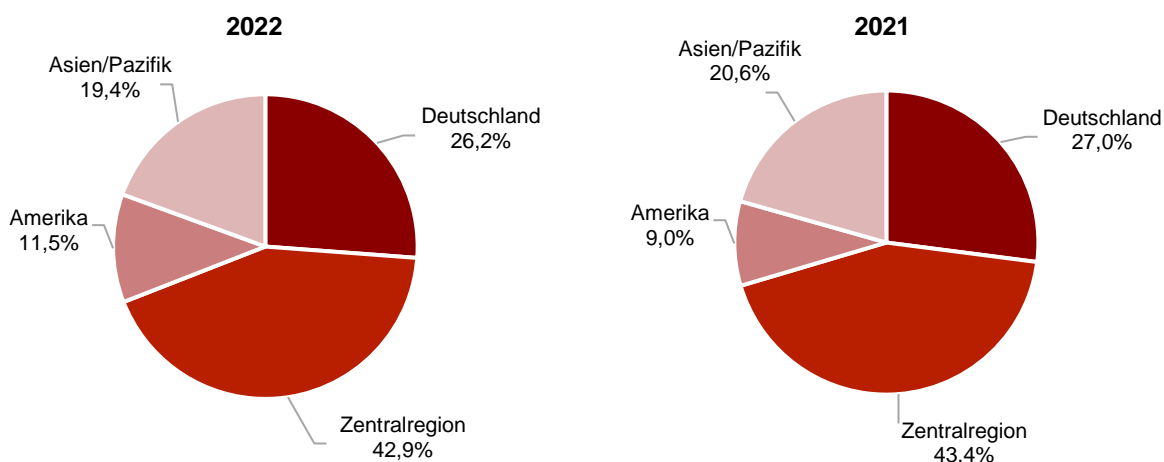
Eine der größten Abnehmerbranchen für die Produkte der global agierenden BARTEC-Gruppe ist traditionell die Öl- und Gasindustrie einschließlich der Petrochemischen Industrie. Daneben sind die Pharmaindustrie, die Energieerzeugung und der Bergbau wesentliche Abnehmer der Produkte und Leistungen der BARTEC-Gruppe. Sowohl die Anlageninvestitionen als auch die laufenden Wartungs- und Reparaturaufwendungen dieser Branchen sind dabei die entscheidenden Einflussfaktoren für die Geschäftsentwicklung der BARTEC-Gruppe. Die Anlageninvestitionen insbesondere der Öl- und Gasindustrie hängen zum Großteil vom Rohölpreis und vom Rohölverbrauch ab.

Bislang liegt für die BARTEC-Gruppe kein Konzern-Abschluss vor.

## Segmentübersicht

Geschäftssegmente des R. STAHL Konzerns werden nach vier Regionen aufgeteilt: Deutschland, Zentralregion (Europa ohne Deutschland, Nahen Osten und Afrika), Amerika und Asien/Pazifik. Treiber hinter der Entwicklung der Regionen sind oftmals Entwicklungen auf Branchenebene.

### R. STAHL: Umsatz nach Regionen



Quelle: Solventis Research, R. STAHL AG

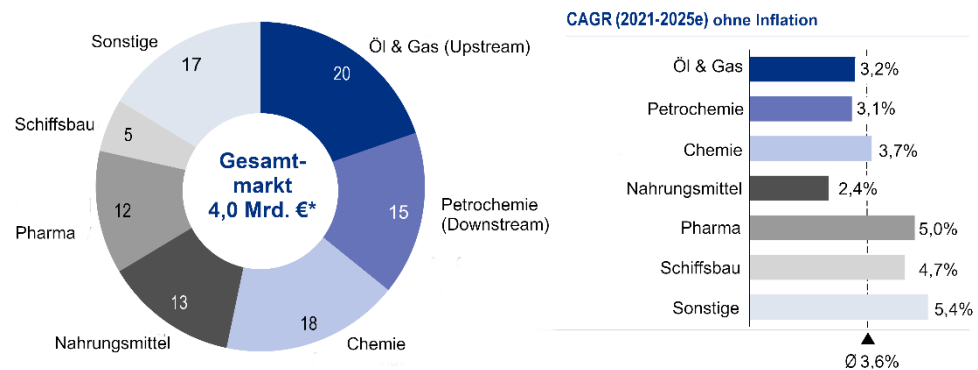
In Deutschland profitierte R. STAHL von der starken Marktposition in der chemischen und pharmazeutischen Industrie sowie dem Maschinenbau: Der Umsatz legte 2022 um 7,1% auf 71,8 Mio. € zu. In der Zentralregion war der Umsatzanstieg mit 9,3% auf 117,6 Mio. € ausgeprägter. Hier half neben der verbesserten Entwicklung in der Chemie und Pharmazie insbesondere das Wachstum in der Öl- und Gasindustrie inklusive LNG. Die Belebung der Investitionen aus der Öl- und Gasindustrie zeigte sich auch in der Region Amerika, wo der Umsatz - ausgehend von einer sehr niedrigen Basis - um 41,7% auf 31,6 Mio. € sprang. Auch die Nachfrage aus dem Maschinen- und Anlagenbau florierte. Bedingt durch die Corona Einschränkungen im H1'2022 fiel das Umsatzplus in der Region Asien/Pazifik mit 4,2% auf 53,3 Mio. € vergleichsweise gering aus. Insbesondere die höhere Nachfrage des Großhandels im Zusammenhang mit Schiffs- und Modulbau sowie der Nachholbedarf bei verschobenen Ersatzinvestitionen wirkten positiv in der Region Asien/Pazifik.

## Kundenbranchen

Kunden von R. STAHL kommen aus Industrien, die mit potenziell explosiven Stäuben, Flüssigkeiten und Gasen umgehen müssen.

Der Weltmarkt im Volumen von ~4 Mrd. € verteilt sich auf folgende Kundenbranchen/ Industrien:

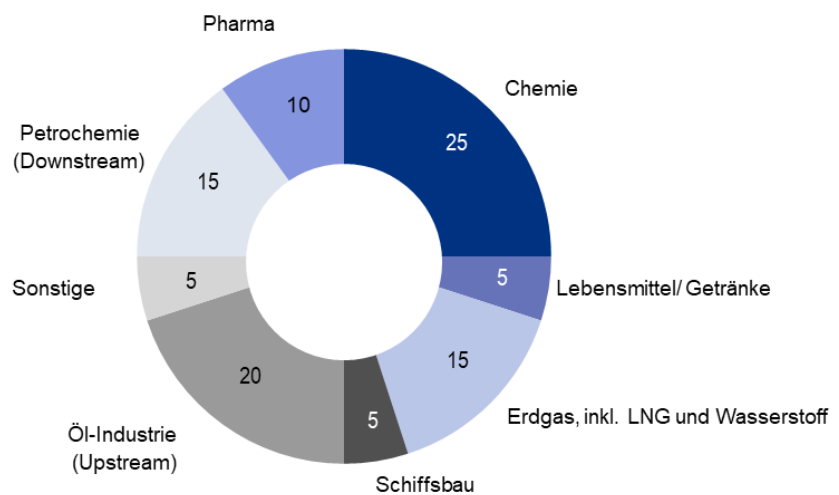
### R. STAHL: Weltmarkt für Explosionsschutz, Anteile in %



\* Schätzungen von R. STAHL für den Markt IECEx/ATEX Zertifikation, Vergleichbarer NEC Markt 1,7 Mrd. €  
Quelle: Solventis Research, R. STAHL AG

Die realen, inflationsbereinigten jährlichen Wachstumsraten bis 2025 liegen im Mittel bei 3,6%. Überdurchschnittlich sollen sich Chemie, Pharma, Schiffbau und andere entwickeln.

### R. STAHL: Ungefähre Branchenverteilung bei R. STAHL, Anteile in %



Quelle: Solventis Research, R. STAHL AG

Als global Player und Generalist hat R. STAHL in allen relevanten Branchen Kunden. Wir schätzen, dass der Anteil von Öl- und Gas bei R. STAHL im Vergleich zum Weltmarkt höher ist, wobei R. STAHL LNG und Wasserstoff der Branche Erdgas zuordnet. Die noch kleinen Branchen LNG und Wasserstoff sind bei der globalen

Verteilung bei Sonstigen zu finden. Im Bereich Chemie, wo R. STAHL ursprünglich herkommt, dürfte R. STAHL auch über eine relativ starke Position verfügen.

Die Lebensmittelbranche sehen wir bei R. STAHL noch unterrepräsentiert. In den Branchen Petrochemie (Downstream), Pharma und Schiffsbau dürfte das Exposure von R. STAHL etwa der Benchmark entsprechen.

Bei der Einschätzung des laufenden Geschäftsjahrs zieht R. STAHL u.a. Branchenprognosen der einschlägigen Verbände und Institute wie ZVEI, VCI, Evaluate Pharma, OPEC, IEA etc. hinzu. Mit Blick auf den LNG-/Erdgasmarkt halten wir die Einschätzung der IEA für besonders interessant, die zudem weiter in die Zukunft reicht:

Branchenprognosen gehen davon aus, dass sich die LNG-Nachfrage bis zum Jahr 2040 auf 650 bis über 700 Mio. Tonnen pro Jahr ausweiten wird. Die Internationale Energieagentur (IEA) sieht für 2023 ein Plus beim weltweiten LNG-Handel von 4,3%. Es werden vermehrte Investitionen in Verflüssigungsprojekte erforderlich sein, um eine Angebots-Nachfrage-Lücke zu vermeiden, die sich bis Ende der 2020er Jahre einstellen könnte.

Diverse neue Technologien zur Verringerung der Emissionen aus der Gas- und LNG-Lieferkette helfen bei der Energiewende zugunsten dieser Energieträger. Dekarbonisierte Gase – einschließlich erneuerbaren Erdgases, synthetischen Erdgases, Wasserstoffs und Ammoniaks – werden derzeit von der Industrie für eine nachhaltigere Energieversorgung entwickelt.

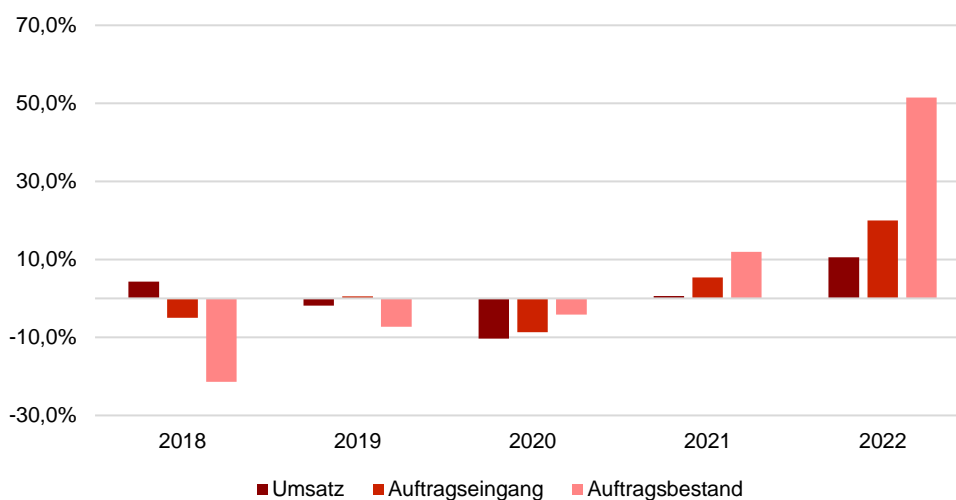
Gemäß ihrem Gasmarktbericht von Februar 2023 erwartet die IEA steigende Gaspreise aufgrund einer anziehenden Nachfrage aus Asien, insbesondere aus China. Die Preise für Flüssiggas dürften sich bei einer erhöhten Nachfrage entsprechend analog entwickeln.



## Finanzen

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 machten R. STAHL noch Lieferkettenprobleme zu schaffen. Damit die Produktion weiterlaufen konnte, mussten zeitweise sehr hohe Preise für Halbleiter gezahlt werden. Dennoch steigerte R. STAHL den Umsatz um 10,6% auf 274,3 Mio. € ggü. dem von Corona stark gedrückten 2021. Trotz des Kriegsausbruchs in der Ukraine im Februar 2022 legte der Umsatz im H1'2022 zu, wenn auch verhalten, siehe nachstehendes Schaubild. Etwa ab Mitte 2022 wurden die Kunden wieder zuversichtlicher, was mit einer anziehenden Nachfrage nach Explosionsschutzprodukten einherging. Entsprechend entwickelten sich Auftragseingang und Umsatz dynamischer als im H1. Auf Quartalsebene lag der Umsatz im Q3 wie auch Q4 deutlich über 70 Mio. €.

### R. STAHL: Umsatz, Auftragseingang und Auftragsbestand ggü. Vj. in %



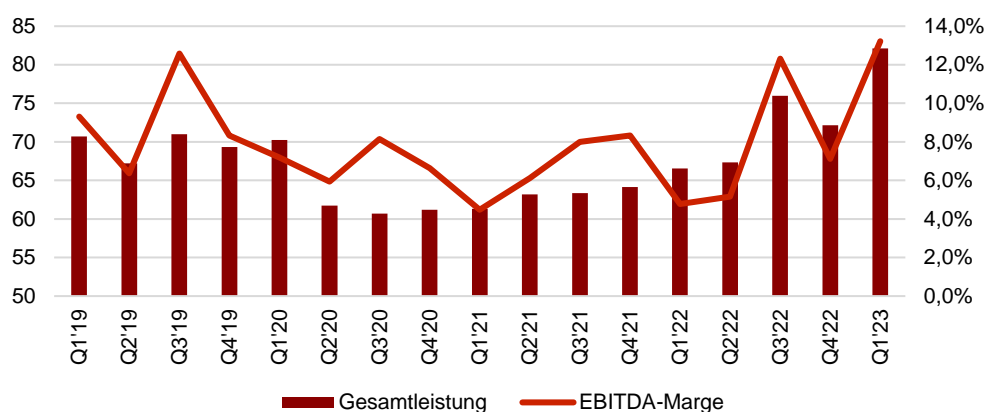
Quelle: Solventis Research, R. STAHL AG

Die Gesamtleistung wuchs 2022 um 11,9% auf 282,0 Mio. €. Das ist auf einen erhöhten Bestand an fertigen und unfertigen Produkten (+2,6 Mio. €, Vj. -1,6 Mio. €) infolge angearbeiteter Aufträge zurückzuführen. Dagegen blieben die aktivierten Eigenleistungen mit 5,0 Mio. € hinter dem Vorjahreswert von 5,4 Mio. € zurück.

Die Personalkostenquote gab um 2,9 Prozentpunkte auf 42,3% nach, während die Materialkostenquote um 1,8 Prozentpunkte zunahm. Das anziehende Geschäft geht mit steigenden variablen Kosten einher wie z. B. den Reisekosten. Der Saldo aus sonstigen betrieblichen Erträgen und Aufwendungen wurde mit -38,8 Mio. € (Vj. -33,7 Mio. €) ausgewiesen.

Nicht zuletzt aufgrund eines aktiven Kostenmanagements legte der Umsatz stärker zu als der Aufwand, so dass das EBITDA vor Sondereinflüssen (EBITDA pre) überproportional auf 22,3 Mio. € (Vj. 17,9 Mio. €) stieg. In der Regel kommuniziert R. STAHL über das EBITDA pre, so z. B. auch bei der Guidance.

Dazu ergibt sich eine EBITDA pre-Marge von 8,1% (Vj. 7,2%). Inklusive Sondereinflüssen hätte sich eine EBITDA-Marge von 7,5% (Vj. 6,8%) ergeben.

**R. STAHL: Gesamtleistung (in Mio. €), Entwicklung der EBITDA-Marge (in%)**

Quelle: Solventis Research, R. STAHL AG

Unter Sondereinflüssen versteht R. STAHL folgende Sachverhalte: Restrukturierungsaufwand, außerplanmäßige Abschreibungen, Aufwendungen für die Konzeption und Umsetzung von IT-Projekten, M&A-Aufwand sowie Erträge und Verluste aus der Veräußerung nicht-betriebsnotwendigen Anlagevermögens.

2022 beliefen sich die Sondereinflüsse auf -1,7 Mio. € (Vj. -1,1 Mio. €), die auf Abfindungen (-1,3 Mio. €, Vj. -1,1 Mio. €) und sonstige Aufwendungen (-0,4 Mio. €, Vj. 0,0 Mio. €) entfielen. Infolge der fortgeschrittenen Effizienz-Programme ist der Unterschied zwischen EBITDA vor Sondereinflüssen und EBITDA gering. M&A ist nur bedingt planbar.

**R. STAHL: Überleitung von EBITDA pre (vor Sondereinflüssen) zu EBIT (in Mio. €)**

in Mio. €	2022	2021	Veränderung	in GuV enthalten in
<b>EBITDA vor Sonderflüssen</b>	<b>22,3</b>	<b>17,9</b>	<b>4,4</b>	
<b>Sondereinflüsse</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,6</b>	
<b>Restrukturierungsaufwand</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,2</b>	
Abwertung und Verschrottung von Vorräten	0	0	0	Bestandsveränderung und Materialaufwand
Abfindungen	-1,3	-1,1	-0,2	Personalaufwand
Rechts- und Beratungskosten	0	0	0	Sonstige betriebliche Aufwendungen
Sonstige Aufwendungen	-0,4	0	-0,4	Sonstige betriebliche Aufwendungen und sonstige betriebliche Erträge
<b>EBITDA</b>	<b>20,6</b>	<b>16,8</b>	<b>3,8</b>	
Abschreibungen	-16,7	-16,9	0,1	
<b>EBIT</b>	<b>3,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>3,9</b>	

Quelle: Solventis Research, R. STAHL AG

Einen wesentlichen Einfluss auf das Finanzergebnis hatte das Ergebnis der 25% At-Equity Beteiligung an der russischen ZAVOD Goreltex. ZAVOD erwirtschaftete 2022 für R. STAHL 3,6 Mio. € (Vj. 1,4 Mio. €). Höhere Zinsen für verzinsliche Darlehen und höhere Zinsaufwendungen für die Zuführung von Pensionsrückstellungen, wurden durch das Beteiligungsergebnis überkompensiert, so dass das Finanzergebnis ausgeglichen war nach -1,5 Mio. im Vorjahr.

Ertragsteuern belasteten R. STAHL in 2022 mit -1,9 Mio. € (Vj. -3,4 Mio. €). Davon entfielen -1,2 Mio. € auf effektive Steuern und -0,7 Mio. € auf latente Steuern. Nach Steuern ergab sich ein Konzernergebnis von 1,9 Mio. € nach einem Verlust von -4,9 Mio. € im Vorjahr. Dazu ergibt sich ein EPS von 0,30 € /Vj. -0,76 €).

### **Bilanz geprägt von Lageraufbau, Kreditaufnahme und zinsinduziertem Rückgang der Pensionsrückstellungen**

Um die Lieferfähigkeit zu gewährleisten, wurden die Vorräte 2022 auf 48,9 Mio. € (Vj. 39,6 Mio. €) erhöht. Das trug maßgeblich zum Aufbau des Working Capital um 8,6 Mio. € auf 59,6 Mio. € bei.

Bei den verzinslichen Darlehen stiegen die kurzfristigen auf 44,1 Mio. € (Vj. 22,2 Mio. €), während die langfristigen mit 1,2 Mio. € (Vj. 2,4 Mio. €) von untergeordneter Bedeutung waren. Letztere haben einen Zinssatz zwischen 1,25% und 2,00 %. Der Zinssatz der kurzfristigen Darlehen sind variabel und liegen abhängig vom Nettoverschuldungsgrad 90-190 bps über dem EURIBOR.

Die liquiden Mittel standen Ende 2022 bei 16,1 Mio. €. Das waren rund 10 Mio. € mehr als Ende 2021.

Die Pensionsrückstellungen (PRST) gingen aufgrund eines gestiegenen Diskontierungszinses um 31,3 Mio. € auf 64,2 Mio. € zurück. Die Leasingverbindlichkeiten wurden plangemäß (v.a. Abschreibungen, IFRS 16) um 3,5 Mio. € auf 19,7 Mio. € reduziert.

Der Zinseffekt bei den PRST geht erfolgsneutral in das Eigenkapital ein, das mit 71,3 Mio. € (Vj. 49,6 Mio. €) ausgewiesen wurde. Der Konzerngewinn trug 1,9 Mio. € dazu bei. Trotz verlängerter Bilanzsumme ergab sich eine auf 27,5% (Vj. 20,2%) erhöhte Eigenkapital-Quote. Die Geschäfts- oder Firmenwerte in Höhe von 10,3 Mio. € (Vj. 10,5 Mio. €) waren Ende 2022 werthaltig.

Die Nettofinanzschulden - ohne PRST und Leasingverbindlichkeiten – beliefen sich Ende 2022 auf 29,2 Mio. € (Vj. 18,3 Mio. €) und die Nettofinanzschulden inkl. Leasingverbindlichkeiten standen bei 48,9 Mio. €. R. STAHL strebt einen Nettoverschuldungsgrad von weniger als 1,00 an. Das wurde mit 0,69 (48,9 Mio. € / 71,3 Mio. €) Ende 2022 wie auch im Vorjahr (0,83) eingehalten. Inklusive PRST ergibt sich eine Nettoverschuldung von 113,0 Mio. € (Vj. 136,9 Mio. €), die in unser DCF-Modell einfließen.

### **Lageraufbau, um Lieferfähigkeit zu sichern**

Vor Veränderungen des **Working Capital** (WC) belief sich der Cashflow auf 20,0 Mio. € (Vj. 12,3 Mio. €). Dahinter steht vor allem des Swing im Konzernergebnis nach Steuern um rund 7 Mio. € auf 1,9 Mio. €. Im WC wurden zusätzlich 14,1 Mio. € (Vj. 0,5 Mio. €) durch den Lageraufbau gebunden. Unterm Strich ergab sich ein **Cashflow aus laufender Tätigkeit** von 6,0 Mio. € (Vj. 11,9 Mio. €).

Gemäß dem **Cashflow aus Investitionstätigkeit** flossen 2022 jeweils etwa 0,5 Mio. € weniger in das immaterielle Anlagevermögen (-8,5 Mio. €) und in das Sachanlagevermögen (-5,5 Mio. €). Während im Vorjahr 3,2 Mio. € in **Termingelder** angelegt wurden, kamen diese Gelder 2022 wieder zurück (+3,4 Mio. €). Dieser Swing erklärt den größten Teil der Veränderung des Cashflows aus Investitionstätigkeit von -18,1 Mio. € in 2021 auf -10,4 Mio. € in 2022.

In Summe konnte der **Free Cashflow** 2022 auf -4,4 Mio. € nach -6,3 Mio. € im Vorjahr verbessert werden.

Der **Cashflow aus Finanzierungstätigkeit** war durch die Aufnahme von Krediten in Höhe von 29,1 Mio. € (Vj. 4,3 Mio. €) geprägt. Dem standen Tilgungen von 8,5 Mio. € (Vj. 5,4 Mio. €) gegenüber. Insgesamt flossen R. STAHL aus der Finanzierungstätigkeit 14,3 Mio. € zu (Vj. Abfluss 7,6 Mio. €). Daraus erklärt sich die erhöhte Liquidität von 16,1 Mio. € Ende 2022 (Vj. 6,3 Mio. €).

#### **Konsortialkredit läuft Ende 2024 aus**

Ende 2022 bestand eine Liquiditätsreserve von 46,2 Mio. € (Vj. 59,6 Mio. €). Sie setzt sich aus liquiden Mitteln und ungenutzten syndizierten und bilateralen Kreditlinien zusammen. Die Liquiditätsreserve von R. STAHL soll sich im Durchschnitt in einer Größenordnung von 40 Mio. € bewegen. Der bestehende Konsortialkreditvertrag über 70 Mio. € mit der Option, um weitere 25 Mio. € zu erhöhen, läuft bis Ende 2024. Aus verschiedenen Kreditverträgen besteht für den R. STAHL-Stahl die Auflage, Financial Covenants einzuhalten. Dazu gehört die Einhaltung eines vorgegebenen Wertes für die folgenden Quotienten: Nettoverschuldung/Ertragskraft und Nettoverschuldung/Eigenkapital. 2022 wurden die Werte zu allen relevanten Terminen eingehalten.

### **ZAVOD Goreltex – Goldesel und potenzielles Risiko**

Das Finanzergebnis im Q1'22 enthielt eine Wertberichtigung von 3,1 Mio. € auf die russische ZAVOD Goreltex. Auslöser waren ein negativer Zinseffekt durch die herabgestufte Bonität Russlands sowie ein schwacher Rubel. Die Wertberichtigung wurde aufgrund der starken operativen Entwicklung der Gesellschaft 2022, zu deren Kunden die Öl- und Gasindustrie zählt, und des stärkeren Rubels im Q4'22 wieder zurückgenommen.

Aus der 25%-Beteiligung Zavod Goreltex hat R. STAHL einen Dividendenanspruch von 1,7 Mio. €. Pro Monat dürfen 10 Mio. Rubel ausgeführt werden. Damit wurde im Nov. 2022 begonnen. Aktuell entsprechen 10 Mio. Rubel etwa 115.000 €.

Wegen dieser Einflussfaktoren und dem russischen Dekret vom 25. April 2023 bleibt ZAVOD ein potenzielles Risiko für R. STAHL. Das Dekret schafft die Möglichkeit, Vermögenstitel von Ausländern unter die vorläufige Verwaltung der russischen Föderation zu stellen, so geschehen bei den russischen Kohlekraftwerken von Uniper. Die Beteiligung an ZAVOD Goreltex steht mit 11,5 Mio. € in den Büchern.

Im Q1'23 trug ZAVOD 0,7 Mio. € (Vj. 0,3 Mio. €) zum Beteiligungsergebnis bei. Der Saldo aus Zinsertrag und Zinsaufwand belastete mit 1,5 Mio. € (Vj. 0,8 Mio. €). Insgesamt verbesserte sich das Finanzergebnis im Q1'23 um 2,7 Mio. € auf -0,8 Mio. €.

## Guidance des Unternehmens und Dividendenpolitik

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

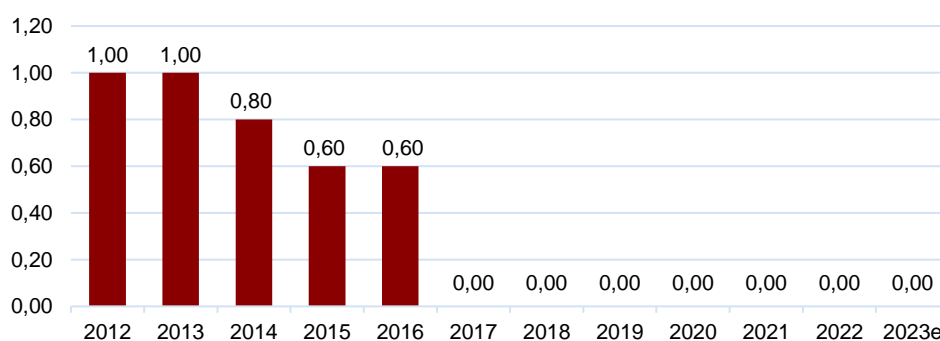
- **Umsatz:** 305 bis 320 Mio. € (2022: 274,3 Mio. €)
- **EBITDA pre:** 30 bis 36 Mio. € (2022: 22,3 Mio. €)
- **Free Cashflow:** im niedrigen einstelligen Mio. €-Bereich (2022: -4,4 Mio. €)

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.

Die Fähigkeit, eine Dividende auszuschütten, wird aus der HGB-Bilanz der AG abgeleitet. Das Management erwartet für 2023 ein ausgeglichenes Jahresergebnis. Da zum 31.12.2022 in der AG ein **Bilanzverlust** von 37,54 Mio. € bestand, war für 2022 kein Beschluss über die Ergebnisverwendung zu fassen. Auch per Ende 2023 dürfte in der AG noch ein Bilanzverlust vorhanden sein. Entsprechend dürfte auch für 2023 **keine Dividende** gezahlt werden.

R. STAHL verfolgt eine nachhaltige **Dividendenpolitik**, die die Aktionäre unter Erhalt einer angemessenen Kapitalausstattung an der geschäftlichen Entwicklung des Unternehmens beteiligen soll. Als wesentliche Größen für die Festlegung jährlicher Ausschüttungen werden dabei das Ergebnis nach Ertragsteuern, die Eigenkapitalquote sowie die erwartete künftige Marktentwicklung herangezogen.

### R. STAHL: Entwicklung der Dividende je Aktie (in €)



Quelle: Solventis Research, R. STAHL AG

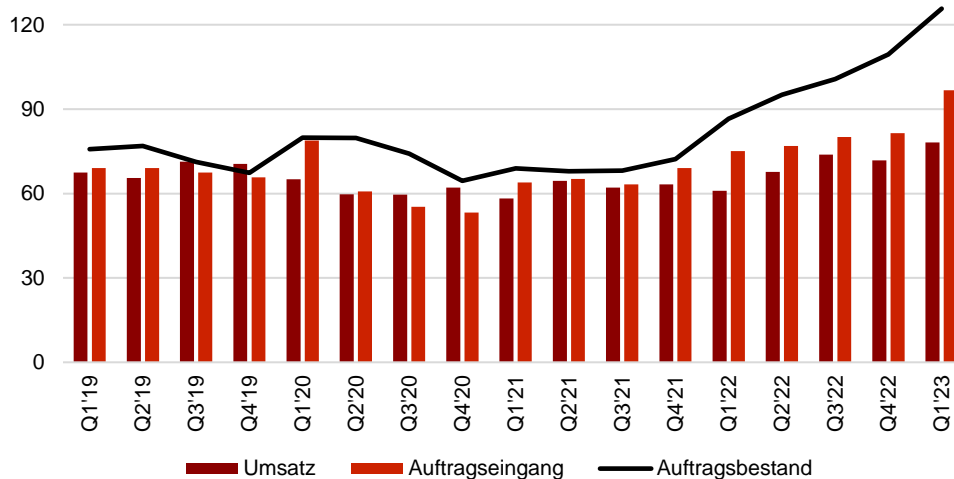
## Erstes Quartal 2023

Am 27. April 2023 hatte R. STAHL erste vorläufige Zahlen zum Q1'23 veröffentlicht, die von der nun vorliegenden Q1'23-Zwischenmitteilung bestätigt wurden. Danach gelang R. STAHL ein **sehr guter Start** in das Geschäftsjahr 2023. Der Umsatz stieg ggü. Vj. um 28,0% auf 78,1 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<sup>1</sup> ggü. Vj. um 7,4 Mio. € auf 10,4 Mio. € bei einer EBITDA pre-Marge von 13,3% (Vj. 5,0%). **Das EPS wurde mit 0,60 € ausgewiesen nach 0,30 € im Gesamtjahr 2022.**

Hohe Werte wiesen der **Auftragseingang** mit 97,7 Mio. € (+28,7% ggü. Vj.) und der **Auftragsbestand** mit 125,7 Mio. € (31.12.2022: 109,4 Mio. €) auf. Die **Book-to-Bill**-Ratio sprang auf 1,24 (Gj. 2022: 1,14), was die Wachstumsziele der Gesellschaft untermauert. Die **Guidance** wurde bestätigt.

Seit dem H2'2022 zieht die Nachfrage aus allen für R. STAHL relevanten **Branchen** an. Dazu zählen Chemie, Pharma, Nahrungsmittel-, Öl- und Gasindustrie inkl. LNG sowie Schiffbau. Im Q1'23 wurde deutlich mehr von der Öl- und Gasindustrie inkl. LNG investiert, was R. STAHL zusätzlich beflügelte. Durch verschiedene Maßnahmen konnten höhere Materialpreise an die Kunden weitergegeben werden.

### R. STAHL: Umsatz, Auftragseingang, Auftragsbestand (in Mio. €)



Quelle: Solventis Research, R. STAHL AG

In allen **Absatzregionen** verzeichnete R. STAHL zweistellige Wachstumsraten beim Umsatz. Ausgehend von einer geringen Vergleichsbasis im Vorjahr waren die Zuwächse in Regionen Asien/Pazifik und Amerika besonders hoch. Beim **Auftragseingang** profitierte R. STAHL neben einer erhöhten Ordertätigkeit aus der Öl- und Gasindustrie von der chemischen Industrie. Aus regionaler Sicht betraf dies in erster Linie die Zentralregion (Afrika, Europa ohne Deutschland) und Deutschland.

<sup>1</sup> Sondereinflüsse: -0,1 Mio. € (Vj. -0,1 Mio. €) für Abfindungen

Die hohe **EBITDA pre-Marge** von 13,3% im Q1'23 wird ganzjährig voraussichtlich etwa 2 %Punkte geringer ausfallen. Vor allem höhere Löhne ab Juni 2023 belasten. Hinzu kommen mehr Aufwendungen für die zukünftigen Wachstumsfelder. Dazu zählt die verstärkte **Internationalisierung** des Absatzes in Verbund mit steigenden Marktanteilen. Dafür werden zusätzliche Mitarbeiter benötigt.

Das **Finanzergebnis** im Q1'22 enthielt eine Wertberichtigung von 3,1 Mio. € auf die 25% At Equity Beteiligung an der russischen ZAVOD Goreltex. Die Wertberichtigung wurde im Q4'22 zurückgenommen. Im Q1'23 trug ZAVOD 0,7 Mio. € (Vj. 0,3 Mio. €) zum Beteiligungsergebnis bei. Der Saldo aus Zinsertrag und Zinsaufwand belastete mit 1,5 Mio. € (Vj. 0,8 Mio. €). Insgesamt verbesserte sich das Finanzergebnis um 2,7 Mio. € auf -0,8 Mio. €.

Das **Ergebnis nach Steuern stieg** im Q1'23 ggü. Vj. um 9,3 Mio. € auf 3,9 Mio. €. Die Zunahme des Working Capital um 15,3 Mio. € fiel 5,5 Mio. € höher aus als im Vj. Dennoch konnte der Cashflow (CF) aus laufender Geschäftstätigkeit um 1,6 Mio. € auf -5,5 Mio. € gesteigert werden. Die Investitionstätigkeit beanspruchte 3,1 Mio. € (Vj. -0,2 Mio. €). Im Vj. waren finanzielle Vermögenswerte von 3,3 Mio. € veräußert worden. Der **Free Cashflow** lag mit -8,7 Mio. € um 1,3 Mio. € unter Vj. Der CF aus Finanzierungstätigkeit belief sich auf 7,9 Mio. € (Vj. 19,7 Mio. €), weil 10,2 Mio. € weniger Kredite aufgenommen wurden. Die Kasse gab im Q1'2023 um gut 1 Mio. € auf 15,0 Mio. € nach und ggü. Vj. um 3,8 Mio. €. **Im Verlauf von 2023 soll der Free Cashflow gedreht werden und bis Ende 2023 einen niedrigen einstelligen Mio. €-Betrag generieren.**



## Bewertung trotz Kursanstieg nicht ausgereizt

Unser **DCF-Modell** und unsere **Schätzungen** haben wir gegenüber dem letzten Update (11.05.2023) nicht verändert. Wir erwarten für 2023 einen Umsatz von 312,7 Mio. € und ein EBITDA von 35,3 Mio. €. Damit liegen wir innerhalb der Prognosespanne des Unternehmens. Für die kommenden Jahre rechnen wir beim Umsatz mit niedrigen zweistelligen Wachstumsraten. Beim EBIT erwarten wir aufgrund von Skaleneffekten einen überproportionalen Anstieg. Die EBIT-Marge sehen wir in der Planphase in der Spitze bei 11%.

Im **Terminal Value** sind wir konservativ vorgegangen. Mit 9,5% bei der EBIT-Marge liegen wir deutlich unter dem Spitzenwert aus der Planphase. Auch das ewige Wachstum ist mit 1,0% nicht zu hoch angesetzt. Der WACC liegt bei 7,7%.

Auf Basis unserer Annahmen erhalten wir in unserem **DCF-Modell** einen fairen Wert von 30,11 € je R. STAHL-Aktie. Sollte R. STAHL langfristig EBIT-Margen von über 10% erzielen sind auch noch deutliche höhere Kursziele möglich.

Wir bestätigen unser **Kursziel von 30,00 €**. Hieraus ergibt sich ein Kurspotenzial von rund 29%. 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
<b>Umsatz</b>	<b>274.337</b>	<b>312.744</b>	<b>350.273</b>	<b>385.301</b>	<b>416.125</b>	<b>441.092</b>	<b>458.736</b>	<b>467.911</b>	<b>477.269</b>	
Veränderung in %	10,6%	14,0%	12,0%	10,0%	8,0%	6,0%	4,0%	2,0%	2,0%	
<b>EBITDA</b>	<b>20.588</b>	<b>35.278</b>	<b>41.228</b>	<b>48.015</b>	<b>55.348</b>	<b>62.867</b>	<b>70.161</b>	<b>69.781</b>	<b>69.264</b>	
EBITDA-Marge	7,5%	11,3%	11,8%	12,5%	13,3%	14,3%	15,3%	14,9%	14,5%	
<b>EBIT</b>	<b>3.850</b>	<b>18.765</b>	<b>24.519</b>	<b>30.824</b>	<b>37.451</b>	<b>44.109</b>	<b>50.461</b>	<b>49.131</b>	<b>47.727</b>	
EBIT-Marge	1,4%	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	10,5%	10,0%	
<b>NOPLAT</b>	<b>1.927</b>	<b>13.210</b>	<b>17.261</b>	<b>21.700</b>	<b>26.366</b>	<b>31.053</b>	<b>35.525</b>	<b>34.588</b>	<b>32.351</b>	<b>32.056</b>
Reinvestment Rate	419,9%	57,0%	35,8%	35,2%	42,0%	34,2%	26,6%	22,0%	22,5%	17,5%
<b>FCFF</b>	<b>-6.164</b>	<b>5.685</b>	<b>11.086</b>	<b>14.069</b>	<b>15.304</b>	<b>20.420</b>	<b>26.069</b>	<b>26.995</b>	<b>25.080</b>	<b>394.829</b>
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%
<b>Barwerte der FCFF</b>		<b>5.338</b>	<b>9.747</b>	<b>11.557</b>	<b>11.716</b>	<b>14.550</b>	<b>17.262</b>	<b>16.602</b>	<b>14.324</b>	<b>209.381</b>

Berechnung Wert pro Aktie		Modellparameter TV		Sensitivitätsanalyse					
Summe Barwerte Planphase	101.096	EBIT-Marge	9,5%	<b>Wachstumsrate</b>					
Barwert Terminal Value	209.381	Steuersatz	30,0%	0,50%	0,75%	<b>1,00%</b>	1,25%	1,50%	
<b>in % des Unternehmenswerts</b>	<b>67,4%</b>	Ewiges Wachstum	1,0%	7,2%	30,26	31,53	32,90	34,38	35,99
<b>Unternehmenswerts</b>	<b>310.477</b>	WACC	7,7%	7,4%	29,01	30,18	31,45	32,81	34,29
Netto-Finanzschulden	116.578			<b>7,7%</b>	27,85	28,94	<b>30,11</b>	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
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>193.899</b>			<b>EBIT-Marge</b>					
				8,5%	9,0%	<b>9,5%</b>	10,0%	10,5%	
Anzahl an Aktien (in Mio.)	6,44			7,2%	28,39	30,64	32,90	35,15	37,40
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>30,11</b>			7,4%	27,13	29,29	31,45	33,61	35,77
				<b>7,7%</b>	25,96	28,03	<b>30,11</b>	32,18	34,26
				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. Cooper Crouse-Hinds ist Teil von EATON und Appleton von Emerson. Sowohl bei EATON als auch bei Emerson ist der Explosionsschutz von untergeordneter Bedeutung. Global unterwegs wie R. STAHL sind BARTEC und WAROM (China). Aus der jüngeren Vergangenheit sind uns keine **M&A-Deals** bekannt, deren Transaktions-Multiples sich ggf. als Maßstab heranziehen ließen. In den **Peergroup-Vergleich** nehmen wir Hubbell und WAROM auf.

### R. STAHL: Peergroup-Vergleich

Unternehmen	Kurs in € 12.06.2023	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
Hubbell Inc	288,84	24,9	22,9	22,0	15,9	15,2	17,4	16,5	18,7%	18,6%	6,0	5,3	3,3	3,1	1,8%
Warom Technology Incorporat	3,54	21,8	17,9	14,3	-	-	-	-	13,7%	14,4%	4,5	3,9	-	-	4,3%
Durchschnitt		23,3	20,4	18,1	15,9	15,2	17,4	16,5	16,2%	16,5%	5,3	4,6	3,3	3,1	3,1%
Median		23,3	20,4	18,1	15,9	15,2	17,4	16,5	16,2%	16,5%	5,3	4,6	3,3	3,1	3,1%
R Stahl AG *	23,20	55,6	12,7	9,4	7,0	5,6	13,1	9,5	6,0%	7,0%	1,8	1,5	0,8	0,7	0,0%
Abweichung vom Median		138,3%	-37,6%	-48,1%	-56,2%	-63,0%	-24,7%	-42,8%	-63,0%	-57,5%	-65,9%	-67,4%	-75,9%	-78,4%	-100,0%

\* R Stahl AG Zahlen sind Solventis-Schätzungen

Quelle: Solventis Research, R. STAHL AG

Es zeigt sich, dass R. STAHL ggü. den Peers hohe Bewertungsabschläge aufweist. Das erklärt sich u. E. im Wesentlichen mit der deutlich geringeren Profitabilität von R. STAHL, z.B. gemessen an der EBIT-Marge. Es ist erklärtes Ziel von R. STAHL, mittelfristig eine zweistellige EBIT-Marge zu erreichen. Unser Kursziel von 30,00 € je R. STAHL-Aktie reflektiert das daraus entstehende Kurspotenzial.

## **Übernahmeversuch durch die Weidmüller Beteiligungsgesellschaft GmbH scheiterte 2014**

Am 10. April 2014 hatte Weidmüller angekündigt, für R. STAHL ein Übernahmeangebot abzugeben. Die Veröffentlichung der Angebotsunterlage erfolgte am 20. Mai 2014. Der Angebotspreis belief sich auf 47,50 € je R. STAHL-Aktie. Die Vollzugsbedingungen enthielten u.a. eine Mindestannahmeschwelle von 50% der R. STAHL-Aktien. Laut Fairness Opinion lag der Wert der R. STAHL-Aktien deutlich oberhalb des Angebotspreises. In der gemeinsamen begründeten Stellungnahme empfahl der Vorstand zusammen mit dem Aufsichtsrat den Aktionären, das Angebot nicht anzunehmen. Diese Einschätzung änderte sich nicht, nachdem Weidmüller am 13. Juni einen auf 50,00 € erhöhten Angebotspreis offeriert hatte. Lediglich 19% der Aktien wurden im Rahmen des Angebots angedient, so dass die Mindestannahmeschwelle von 50% verfehlt wurde und das Übernahmeangebot scheiterte (4. Juli 2014).

Ende 2013 verfügte R. STAHL über 516.291 eigene Aktien oder 8,02% des Grundkapitals. Im Q2'2014 kaufte R. STAHL weitere knapp 2% des Grundkapitals und wand dafür 5,6 Mio. € auf, was einen Durchschnittskurs von 43,85 entspricht. Danach verfügte R. STAHL über 644.000 eigene Aktien oder 10% des Grundkapitals.

Ende 2014 verkaufte R. STAHL mit Vollzug im Januar 2015 die eigenen Aktien komplett an die RAG-Stiftung. Das Eigenkapital erhöhte sich durch den Verkauf um 24,5 Mio. €. Entsprechend erwarb die RAG-Stiftung die R. STAHL-Aktien zu rund 38,00 € je Aktie.

## Aktionärsstruktur: Pool der Familien Stahl und Zaiser dominiert

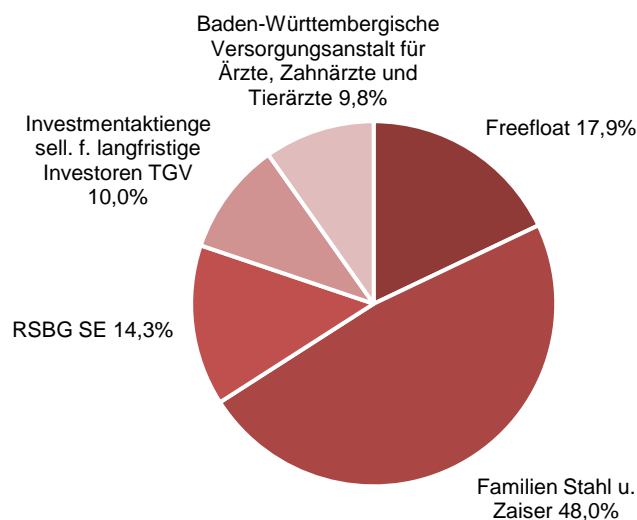
Die Familienaktionäre **Stahl und Zaiser** halten rund 48% der R. STAHL Aktien. Davon sind >30% gepoolt. Die **RAG-Stiftung** (RSBG SE) hatte 2015 von R. STAHL 10% eigene Aktien zu ~38 € je Aktie gekauft. Durch weitere Erwerbe wurde die Position ausgebaut. Gemäß einer Stimmrechtsmitteilung vom 29. Aug 2019, hielt die RSBG SE am 27.08.2019 einen Anteil von 14,25% (917.951 Aktien) an der R. STAHL. Für die 10%, die die RAG-Stiftung von R. STAHL gekauft hatte, besteht ein **Vorkaufsrecht** des Konsortiums (gepoolte Familienaktionäre plus ein Teil der nicht gepoolten Familienaktionäre) bis **Ende 2024**. Bis dahin kann die RSBG SE die 10% zum gleichen Preis an einen Dritten innerhalb von 6 Monaten verkaufen, sofern das Konsortium das Vorkaufsrecht nicht nutzt.

Die Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV überschritt die Schwelle von 5% am 28. Juni 2019 und die Schwelle von 10% am 1. Okt. 2020 (645.980 Aktien = 10,03%). Die Baden-Württembergische Versorgungsanstalt für Ärzte, Zahnärzte und Tierärzte ist bereits seit 2016 Aktionär. Sie hatte am 2. Juli 2016 die Schwellen von 3% und 5% überschritten und einen Anteil von 9,79% (630.289 Aktien) erreicht. Ohne die 4 Großaktionäre gibt es 1.155 Tsd. Aktien, die 17,93% des Grundkapitals entsprechen.

Am 12. März 2020 wurde gemeldet, dass die RSBG SE dem Familienkonsortium 917.951 Aktien zu einem Preis von 35,10 € angeboten hatte. Das Konsortium hatte das Angebot nicht angenommen. In den folgenden 6 Monaten konnte die RSBG SE diese Aktien nicht zu 35,10 € an einen Dritten verkaufen, was vermutlich an dem nachgebenden Preis der R. STAHL-Aktie lag. Die RAG-Stiftung hatte bis Ende 2019 einen Sitz im Aufsichtsrat der R. STAHL AG inne.

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

### R. STAHL: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, R. STAHL AG

## Anhang: GuV und Bilanz

## R. STAHL: GuV (in Tsd. €)

	2022	yoy	2023e	yoy	2024e	yoy	2025e	yoy
<b>Umsatz</b>	<b>274.337</b>	<b>10,6%</b>	<b>312.744</b>	<b>14,0%</b>	<b>350.273</b>	<b>12,0%</b>	<b>385.301</b>	<b>10,0%</b>
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%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>281.984</b>	<b>0,0%</b>	<b>321.462</b>	<b>0,0%</b>	<b>360.037</b>	<b>0,0%</b>	<b>396.041</b>	<b>0,0%</b>
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%
<b>EBITDA</b>	<b>20.588</b>	<b>22,4%</b>	<b>35.278</b>	<b>71,4%</b>	<b>41.228</b>	<b>16,9%</b>	<b>48.015</b>	<b>16,5%</b>
<b>EBITDA-Marge</b>	<b>7,50%</b>	<b>0,7 pp</b>	<b>11,28%</b>	<b>3,8 pp</b>	<b>11,77%</b>	<b>0,5 pp</b>	<b>12,46%</b>	<b>0,7 pp</b>
Abschreibungen	16.738	-0,8%	16.514	-1,3%	16.709	1,2%	17.191	2,9%
<b>EBIT</b>	<b>3.850</b>	<b>6309,7%</b>	<b>18.765</b>	<b>387,4%</b>	<b>24.519</b>	<b>30,7%</b>	<b>30.824</b>	<b>25,7%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>1,40%</b>	<b>1,4 pp</b>	<b>6,00%</b>	<b>4,6 pp</b>	<b>7,00%</b>	<b>1,0 pp</b>	<b>8,00%</b>	<b>1,0 pp</b>
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%
<b>Ergebnis vor Steuern (EBT)</b>	<b>3.848</b>	<b>352,3%</b>	<b>16.488</b>	<b>328,5%</b>	<b>22.335</b>	<b>35,5%</b>	<b>28.720</b>	<b>28,6%</b>
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
<b>Ergebnis n. Steuern</b>	<b>1.926</b>	<b>139,1%</b>	<b>11.608</b>	<b>502,7%</b>	<b>15.724</b>	<b>35,5%</b>	<b>20.219</b>	<b>28,6%</b>
Anteile Dritter	-20	0,0%	-121	-502,7%	-163	-35,5%	-210	-28,6%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>1.946</b>	<b>139,5%</b>	<b>11.728</b>	<b>502,7%</b>	<b>15.887</b>	<b>35,5%</b>	<b>20.429</b>	<b>28,6%</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>0,30</b>	<b>139,5%</b>	<b>1,82</b>	<b>502,7%</b>	<b>2,47</b>	<b>35,5%</b>	<b>3,17</b>	<b>28,6%</b>

Quelle: Solventis Research, R. STAHL AG

**R. STAHL: Bilanz (in Tsd. €)**

	2022	yoy	2023e	yoy	2024e	yoy	2025e	yoy
<b>Aktiva</b>								
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%
<b>Summe Anlagevermögen</b>	<b>144.945</b>	<b>-6,3%</b>	<b>146.269</b>	<b>0,9%</b>	<b>149.539</b>	<b>2,2%</b>	<b>154.324</b>	<b>3,2%</b>
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%
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>114.743</b>	<b>25,7%</b>	<b>133.601</b>	<b>16,4%</b>	<b>154.948</b>	<b>16,0%</b>	<b>179.157</b>	<b>15,6%</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>259.688</b>	<b>5,6%</b>	<b>279.870</b>	<b>7,8%</b>	<b>304.487</b>	<b>8,8%</b>	<b>333.481</b>	<b>9,5%</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	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%
<b>Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz</b>	<b>71.147</b>	<b>43,6%</b>	<b>82.875</b>	<b>16,5%</b>	<b>98.763</b>	<b>19,2%</b>	<b>119.191</b>	<b>20,7%</b>
Anteile in Fremdbesitz	194	-8,9%	194	0,0%	194	0,0%	194	0,0%
<b>Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz</b>	<b>71.341</b>	<b>43,4%</b>	<b>83.069</b>	<b>16,4%</b>	<b>98.957</b>	<b>19,1%</b>	<b>119.385</b>	<b>20,6%</b>
<b>Langfristige Schulden</b>								
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%
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>87.950</b>	<b>-27,0%</b>	<b>89.589</b>	<b>1,9%</b>	<b>91.545</b>	<b>2,2%</b>	<b>93.705</b>	<b>2,4%</b>
<b>Kurzfristige Schulden</b>								
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%
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>100.397</b>	<b>32,4%</b>	<b>107.212</b>	<b>6,8%</b>	<b>113.985</b>	<b>6,3%</b>	<b>120.391</b>	<b>5,6%</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>259.688</b>	<b>5,6%</b>	<b>279.870</b>	<b>7,8%</b>	<b>304.487</b>	<b>8,8%</b>	<b>333.481</b>	<b>9,5%</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: **13.06.2023, 11:25 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **13.06.2023, 12:00 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
30.03.23	Schlote	Kaufen	21,15 €	16,60 €	12 Monate
03.05.23	Schlote	Kaufen	30,00 €	21,40 €	12 Monate
11.05.23	Schlote	Kaufen	30,00 €	21,80 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.04.22 - 31.03.23)		in %	Auftragsresearch	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.

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 WpStG 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.**