

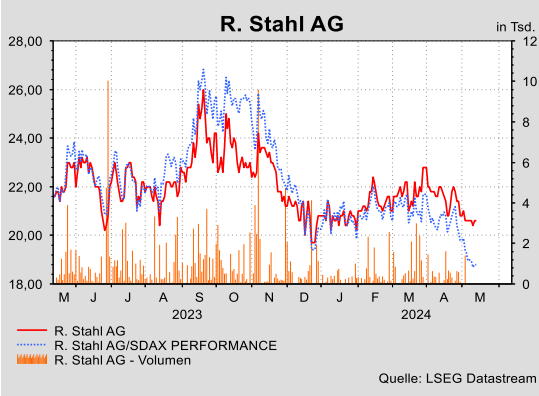
# R. Stahl AG

## Kaufen (Kaufen)

<b>Kursziel</b>	<b>30,00 € (30,00 €)</b>
Kurspotenzial	45,6%
Kurs (13.05.2024)	20,60 €
ISIN	DE000A1PHBB5
Marktkapitalisierung	140,4 Mio. €
Anzahl Aktien	6,44 Mio.
Marktsegment	Prime Standard
Homepage	r-stahl.com

### Kennzahlen und Prognosen

in Mio. €/ je Aktie in €	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz	330,6	342,5	369,9	399,5
EBITDA	36,6	40,0	46,8	54,1
EBITDA-Marge	11,1%	11,7%	12,6%	13,5%
EBIT	19,1	22,4	27,7	34,0
EBIT-Marge	5,8%	6,5%	7,5%	8,5%
Ergebnis je Aktie	0,03	1,91	2,53	3,24
Dividende je Aktie	0,00	0,00	1,00	1,62
Buchwert je Aktie	10,52	12,43	14,96	17,20
EV/Umsatz	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	7,1	6,4	5,2	4,4
EV/EBIT	13,5	11,4	8,7	7,0
KGV	686,9	10,8	8,1	6,4
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	4,9%	7,9%
Kurs/Buchwert	2,0	1,7	1,4	1,2



### Finanzkalender

- 27.06.2024: Hauptversammlung
- 08.08.2024: Halbjahresbericht
- 06.11.2024: Q3'24 Bericht

### 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

## Q1'24 mit deutlichem Umsatzplus und Auftragseingang auf hohem Niveau

**Zusammen mit dem GB 2023 hatte R. Stahl am 17.04.2024 erste vorläufige Zahlen für das Q1'24 veröffentlicht, die mit der Q1'24-Zwischenmitteilung bestätigt wurden: Der Umsatz stieg ggü. Vj. um 8,5% auf 84,7 Mio. €, während die EBITDA pre\*-Marge auf 9,9% (Vj. 13,3%) nachgab. Das EPS wurde mit 0,33 € ausgewiesen nach sehr guten 0,60 € im Vorjahresquartal. Der Auftragseingang legte ggü. dem Q4'23 wieder deutlich zu, blieb mit 92,3 Mio. € aber unter dem hohen Vorjahreswert von 96,7 Mio. €. Auch der Auftragsbestand kam mit 122,0 Mio. € nicht ganz an das Vorjahresniveau (125,7 Mio. €) heran, war aber deutlich höher als Ende 2023 (115,1 Mio. €). Die Book-to-Bill-Ratio von 1,09 deutet auf weiteres Wachstum hin. Die Guidance wurde bestätigt: Umsatz 335 bis 350 Mio. €, EBITDA pre\* 35 Mio. € bis 45 Mio. €. Wir schreiben das Kursziel und die Kaufempfehlung für die R. Stahl-Aktie fort.**

Zum Umsatzwachstums trugen im Q1'24 alle **Branchen** bei. Während der Umsatz in der **Zentralregion** (18,2%, Afrika, Europa ohne Deutschland) und Amerika (26,4%) zweistellig wuchs, bremste die Entwicklung in Asien/Pazifik (1,2%) und v. a. in Deutschland (-8,1%, alles ggü. Vj.). Auch der **Auftragseingang** wies **regionale Unterschiede** auf: In Deutschland (-10,6%), Amerika (-6,2%) und Asien (-7,3%) war er rückläufig, während er sich in der Zentralregion behaupten konnte. In den **Branchen** LNG- und Petrochemie sowie dem Nuklearsektor wurden höhere AE verbucht, dagegen war die chemische Industrie rückläufig (alles ggü. Vj.). Insgesamt spricht das hohe Niveau der AE aber für eine gestiegene Investitionsbereitschaft der Kunden.

Das **EBITDA pre** fiel um 2,0 Mio. € auf 8,4 Mio. €. Dies entspricht einer Marge von 9,9% (Vj. 13,3%). Ursächlich für die geringere Profitabilität sind v. a. einmalige Belastungen aufgrund der Umsetzung des Strategieprogramms EXcelerate (Q1: ~2 Mio. €, die nicht bereinigt werden) sowie überwiegend tariflich bedingt höheren Personalkosten (10,2%). Bei wenig veränderten Abschreibungen (4,3 Mio. €) ergibt sich ein **EBIT** von 4,1 Mio. € (Vj. 6,1 Mio. €).

Das **Finanzergebnis** reduzierte sich um -0,9 Mio. € auf -1,7 Mio. €. Entfallen ist im Q1'24 der Ergebnisbeitrag (Q1'23 0,7 Mio. €) der im GJ. 2023 komplett werberichtigten Beteiligung an der ZAVOD Goreltex. Die saldierten Zinsaufwendungen und -erträge stiegen aufgrund einer höheren Darlehensinanspruchnahme um -0,2 Mio. €.

Das Konzerngewinn verringert sich von 3,9 Mio. € auf 2,1 Mio. € oder **0,33 € je Aktie** (Vj. 0,60 €). R. Stahl beurteilt die **Ergebnisentwicklung** infolge hoher Investitionen für zusätzliches Wachstum, zunehmender Preissensibilität der Kunden sowie steigender Personalkosten vorübergehend verhaltener ein.

Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit verbesserte sich auf -0,7 Mio. € (Vj. -5,5 Mio. €). Dazu trug mit -7,4 Mio. € (Vj. -15,3 Mio. €) ein geringerer Anstieg des WC bei. Der **Free Cashflow** (FC) erhöhte sich um 4,4 Mio. € auf -4,3 Mio. €. In der Folge wurde die Nettoverschuldung (ohne PRST und ohne Leasingverbindlichkeiten) auf 44,2 Mio. € (Ende 2023: 38,8 Mio. €) ausgeweitet.

Unverändert sieht R. Stahl beim FC ganzjährig einen **mittleren einstelligen positiven Mio. €-Betrag**. Dazu soll u.a. ein geringeres Working Capital beitragen. Das soll mit einer **geringeren Nettoverschuldung** einhergehen.

\*EBITDA pre ist eine Kennzahl für das EBITDA vor Sondereinflüssen, die sich im Q1'24 wie im Vj. auf -0,1 Mio. € für Abfindungen belaufen.

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 7

## Bewertung spricht für erhebliches Kurspotenzial

Nach Vorlage der Zwischenmitteilung zum Q1'24 haben wir unser DCF-Modell nicht verändert. Zuletzt hatten wir unser DCF-Modell nach Vorlage des Geschäftsberichts 2023 angepasst, siehe Update vom 24.04.2024. Den fairen Wert sehen wir unverändert bei 29,92 € je R. Stahl-Aktie. Der Kurs hat seitdem gut 1 € nachgegeben, so dass wir das Kurspotenzial bei rund 45% sehen.

Wir bestätigen unser Kursziel von 30 € für die R. Stahl-Aktie und unsere Kaufempfehlung.

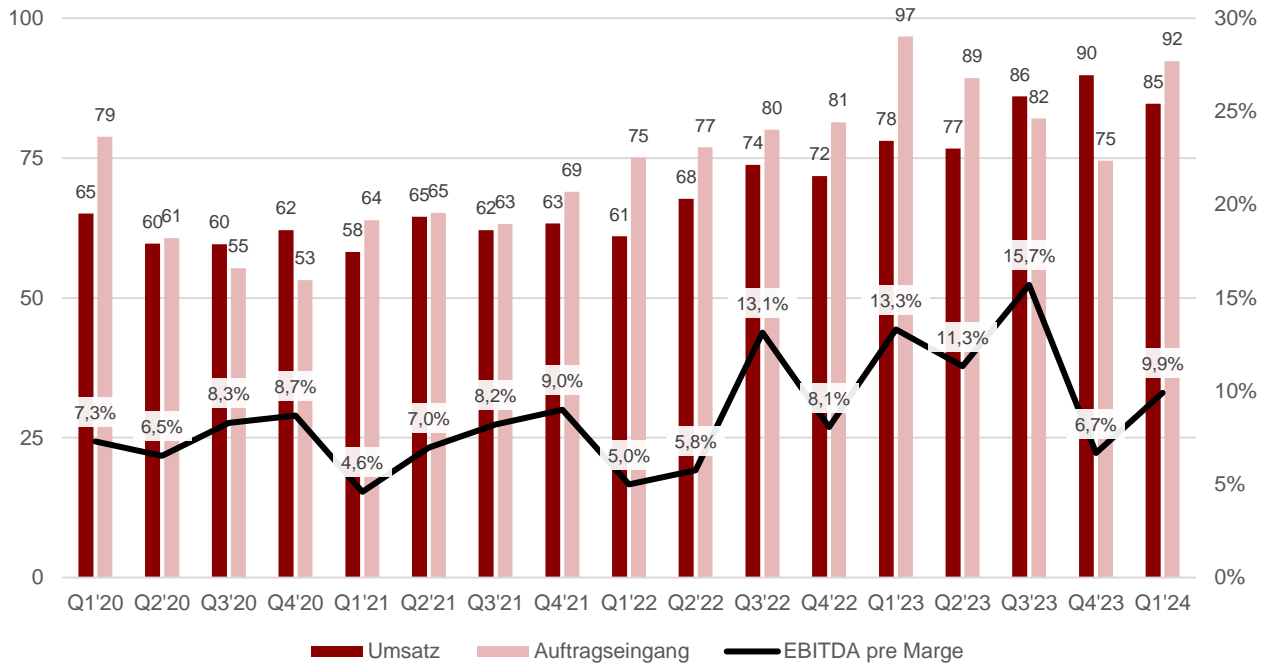
### R. Stahl: DCF-Modell (in Tsd. €)

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>342.500</b>	<b>369.900</b>	<b>399.492</b>	<b>423.462</b>	<b>440.400</b>	<b>449.208</b>	<b>458.192</b>	
Veränderung in %	3,6%	8,0%	8,0%	6,0%	4,0%	2,0%	2,0%	
<b>EBITDA</b>	<b>40.000</b>	<b>46.779</b>	<b>54.069</b>	<b>61.571</b>	<b>68.881</b>	<b>71.082</b>	<b>70.904</b>	
EBITDA-Marge	11,7%	12,6%	13,5%	14,5%	15,6%	15,8%	15,5%	
<b>EBIT</b>	<b>22.390</b>	<b>27.743</b>	<b>33.957</b>	<b>40.229</b>	<b>46.242</b>	<b>47.167</b>	<b>45.819</b>	
EBIT-Marge	6,5%	7,5%	8,5%	9,5%	10,5%	10,5%	10,0%	
<b>NOPLAT</b>	<b>15.628</b>	<b>19.364</b>	<b>23.702</b>	<b>28.080</b>	<b>32.277</b>	<b>32.922</b>	<b>31.982</b>	<b>30.774</b>
Reinvestment Rate	68,1%	30,9%	48,8%	30,5%	21,1%	20,5%	26,4%	16,6%
<b>FCFF</b>	<b>4.988</b>	<b>13.381</b>	<b>12.132</b>	<b>19.505</b>	<b>25.474</b>	<b>26.158</b>	<b>23.528</b>	<b>393.597</b>
WACC	6,6%	6,9%	7,0%	7,2%	7,3%	7,4%	7,5%	7,5%
Kumuliertes WACC	106,6%	113,9%	121,9%	130,7%	140,3%	150,7%	162,0%	174,2%
<b>Barwerte der FCFF</b>	<b>4.678</b>	<b>11.743</b>	<b>9.949</b>	<b>14.923</b>	<b>18.161</b>	<b>17.359</b>	<b>14.521</b>	<b>225.938</b>

Berechnung Wert pro Aktie		Modellparameter TV		Sensitivitätsanalyse						
Summe Barwerte Planphase	91.335	EBIT-Marge	9,5%	<b>Wachstumsrate</b>						
Barwert Terminal Value	225.938	Steuersatz	30,0%		0,50%	0,75%	<b>1,00%</b>	1,25%	1,50%	
<i>in % des Unternehmenswerts</i>	<b>71,2%</b>	Ewiges Wachstum	1,0%	7,0%	30,08	31,49	33,01	34,66	36,47	
<b>Unternehmenswerts</b>	<b>317.273</b>	WACC	7,5%	7,3%	28,70	30,00	31,40	32,92	34,57	
Netto-Finanzschulden	124.593			<b>7,5%</b>	27,42	28,62	<b>29,92</b>	31,32	32,83	
Minderheiten	0			7,8%	26,23	27,35	28,55	29,84	31,23	
Beteiligungen	0			8,0%	25,11	26,16	27,27	28,47	29,76	
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>192.680</b>				<b>EBIT-Marge</b>					
					8,5%	9,0%	<b>9,5%</b>	10,0%	10,5%	
Anzahl an Aktien (in Mio.)	6,44			7,0%	28,19	30,60	33,01	35,42	37,83	
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>29,92</b>			7,3%	26,79	29,10	31,40	33,71	36,02	
				<b>7,5%</b>	25,49	27,71	<b>29,92</b>	32,13	34,35	
				7,8%	24,29	26,42	28,55	30,67	32,80	
				8,0%	23,18	25,22	27,27	29,32	31,36	

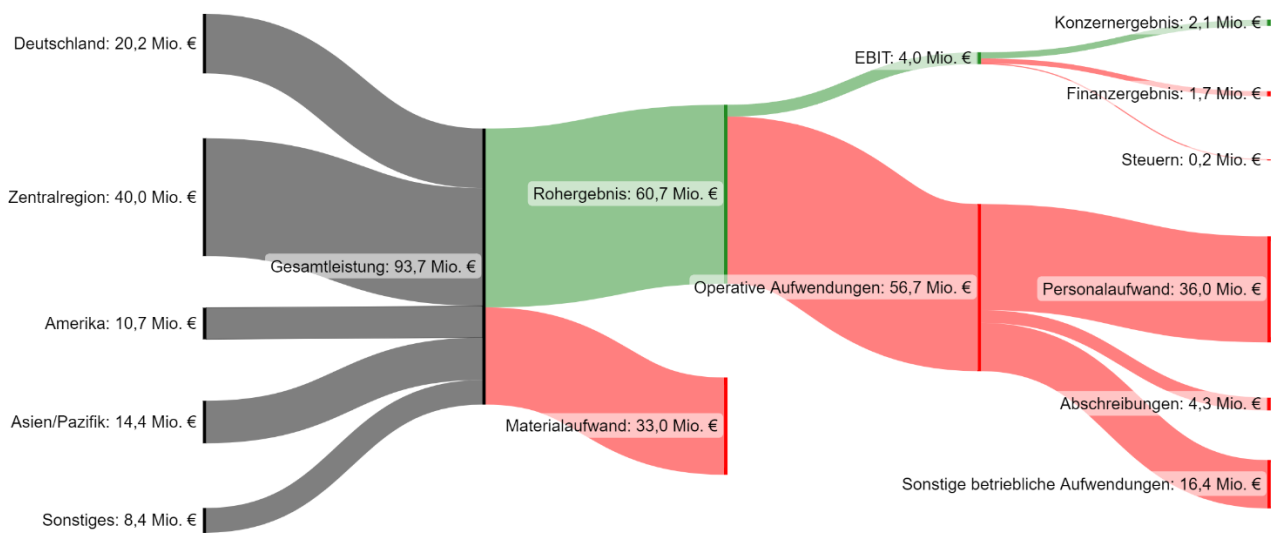
Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

**R. Stahl: Entwicklung Umsatz, Auftragseingang und EBITDA pre Marge**



Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

**R. Stahl: Q1 2024**



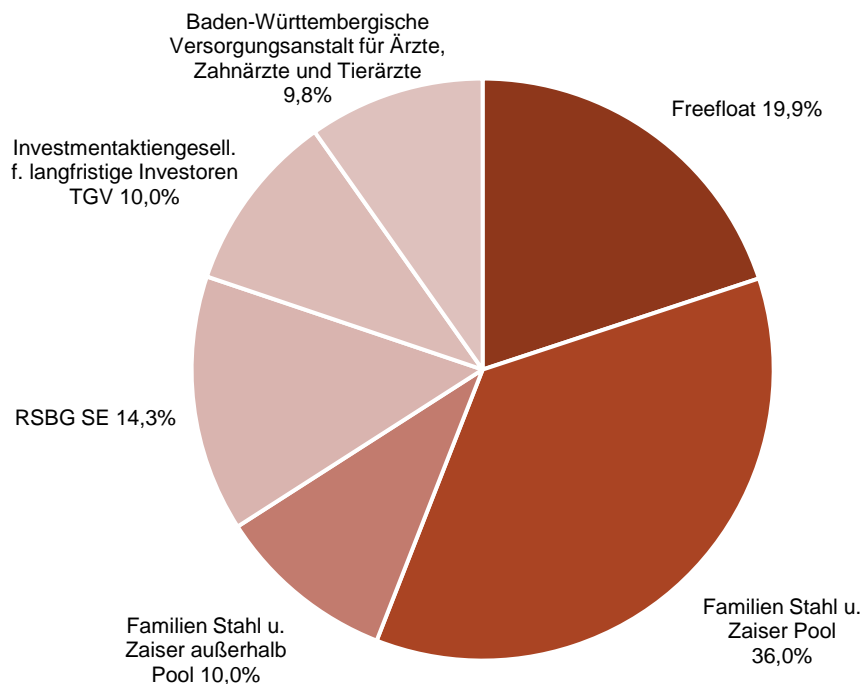
Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

### Gründerfamilien Stahl und Zaiser dominieren

2014 wollte Weidmüller R. Stahl übernehmen und hatte bis zu 50,00 € je Aktie geboten. Das Übernahmeangebot war damals an den Preisvorstellungen der Gründerfamilien gescheitert. Die Aktien der **Familien Stahl und Zaiser** sind gepoolt. R. Stahl hatte im Q2'14 die eigenen Aktien um etwa 2 Prozentpunkte auf 10,0% aufgestockt. Dieses 10%-Paket veräußerte R. Stahl 2015 an die **RAG-Stiftung** (RSBG SE) zu ~38 € je R. Stahl-Aktie. Gemäß der letzten Stimmrechtsmitteilung hält die RAG-Stiftung 14,25% der R. Stahl-Aktien.

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. 2020 hatte die RAG-Stiftung den Familien die 10% angeboten, die ihr Vorkaufsrecht aber nicht nutzten. Anschließend scheiterte der Verkauf an einen Dritten an dem nachgebenden Preis der R. Stahl-Aktie. Die RAG-Stiftung hatte bis Ende 2019 einen Sitz im Aufsichtsrat.

### R. Stahl: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

**R. Stahl: GuV (in Tsd. €)**

	2023	yoy	2024e	yoy	2025e	yoy	2026e	yoy
<b>Umsatz</b>	<b>330.564</b>	<b>20,5%</b>	<b>342.500</b>	<b>3,6%</b>	<b>369.900</b>	<b>8,0%</b>	<b>399.492</b>	<b>8,0%</b>
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	5.807	122,5%	6.017	3,6%	6.498	8,0%	7.018	8,0%
andere aktivierte Eigenleistungen	4.069	-19,2%	4.216	3,6%	4.553	8,0%	4.917	8,0%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>340.440</b>	<b>20,7%</b>	<b>352.733</b>	<b>0,0%</b>	<b>380.951</b>	<b>0,0%</b>	<b>411.427</b>	<b>0,0%</b>
sonstige betriebliche Erträge	9.923	-27,2%	9.647	-2,8%	10.419	8,0%	11.266	8,1%
Materialaufwand	116.242	15,7%	120.439	3,6%	130.074	8,0%	140.480	8,0%
<b>Rohergebnis nach GKV</b>	<b>234.121</b>	<b>20,0%</b>	<b>241.941</b>	<b>3,3%</b>	<b>261.296</b>	<b>8,0%</b>	<b>282.213</b>	<b>8,0%</b>
Personalaufwand	134.486	10,2%	137.525	2,3%	146.089	6,2%	155.369	6,4%
sonstige betriebliche Aufwendungen	62.993	20,1%	64.416	2,3%	68.428	6,2%	72.775	6,4%
<b>EBITDA</b>	<b>36.642</b>	<b>78,0%</b>	<b>40.000</b>	<b>9,2%</b>	<b>46.779</b>	<b>16,9%</b>	<b>54.069</b>	<b>15,6%</b>
<b>EBITDA-Marge</b>	<b>11,08%</b>	<b>3,6 pp</b>	<b>11,68%</b>	<b>0,6 pp</b>	<b>12,65%</b>	<b>1,0 pp</b>	<b>13,53%</b>	<b>0,9 pp</b>
Abschreibungen	17.525	4,7%	17.610	0,5%	19.036	8,1%	20.112	5,7%
<b>EBIT</b>	<b>19.117</b>	<b>396,5%</b>	<b>22.390</b>	<b>17,1%</b>	<b>27.743</b>	<b>23,9%</b>	<b>33.957</b>	<b>22,4%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>5,78%</b>	<b>4,4 pp</b>	<b>6,54%</b>	<b>0,8 pp</b>	<b>7,50%</b>	<b>1,0 pp</b>	<b>8,50%</b>	<b>1,0 pp</b>
Beteiligungsergeb. + Ergeb. At-Equity bilanz. Unternehmen	-10.232	-386,2%	0	100,0%	0	0,0%	0	0,0%
Zinserträge	132	91,3%	179	35,6%	296	65,4%	353	19,4%
Zinsaufwand	7.006	92,2%	6.119	-12,7%	6.242	2,0%	6.381	2,2%
Finanzergebnis	-17.106	<-1000,0%	-5.940	65,3%	-5.946	-0,1%	-6.027	-1,4%
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)</b>	<b>2.011</b>	<b>-47,7%</b>	<b>16.450</b>	<b>718,0%</b>	<b>21.796</b>	<b>32,5%</b>	<b>27.929</b>	<b>28,1%</b>
EBT-Marge	0,61%	-0,8 pp	4,80%	4,2 pp	5,89%	1,1 pp	6,99%	1,1 pp
Steuern	1.829	-4,8%	4.968	171,6%	6.582	32,5%	8.435	28,1%
Steuerquote	90,95%	41,0 pp	30,20%	-60,7 pp	30,20%	0,0 pp	30,20%	0,0 pp
<b>Ergebnis n. Steuern</b>	<b>182</b>	<b>-90,6%</b>	<b>11.482</b>	<b>6208,7%</b>	<b>15.214</b>	<b>32,5%</b>	<b>19.495</b>	<b>28,1%</b>
Anteile Dritter	-13	35,0%	-820	-6208,7%	-1.087	-32,5%	-1.392	-28,1%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>195</b>	<b>-90,0%</b>	<b>12.302</b>	<b>6208,7%</b>	<b>16.300</b>	<b>32,5%</b>	<b>20.887</b>	<b>28,1%</b>
Anzahl Aktien	6.440.000	0,0%	6.440.000	0,0%	6.440.000	0,0%	6.440.000	0,0%
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>0,03</b>	<b>-90,0%</b>	<b>1,91</b>	<b>6208,7%</b>	<b>2,53</b>	<b>32,5%</b>	<b>3,24</b>	<b>28,1%</b>

Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

**R. Stahl: Bilanz (in Tsd. €)**

	2023	yoy	2024e	yoy	2025e	yoy	2026e	yoy
<b>Aktiva</b>								
Sachanlagen	54.113	7,8%	57.516	6,3%	60.211	4,7%	63.369	5,2%
Leasing Nutzungsrechte	22.935	-7,5%	24.288	5,9%	25.829	6,3%	27.560	6,7%
Immaterielle Vermögenswerte	38.631	0,4%	41.952	8,6%	44.573	6,2%	47.536	6,6%
Firmenwerte	9.995	-3,4%	9.995	0,0%	9.995	0,0%	9.995	0,0%
Finanzanlagen	4.174	-3,4%	4.174	0,0%	4.174	0,0%	4.174	0,0%
Latente Steuern	4.742	53,1%	4.742	0,0%	4.742	0,0%	4.742	0,0%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	3.294	45,6%	3.294	0,0%	3.294	0,0%	3.294	0,0%
<b>Summe Anlagevermögen</b>	<b>137.884</b>	<b>-4,9%</b>	<b>145.961</b>	<b>5,9%</b>	<b>152.818</b>	<b>4,7%</b>	<b>160.670</b>	<b>5,1%</b>
<b>Umlaufvermögen</b>								
Kasse	11.534	-28,2%	17.125	48,5%	31.054	81,3%	37.881	22,0%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	43.387	16,2%	44.954	3,6%	48.550	8,0%	52.434	8,0%
Vertragsvermögenswerte	17	183,3%	18	3,6%	19	8,0%	21	8,0%
Vorräte	63.756	30,3%	66.103	3,7%	64.733	-2,1%	67.914	4,9%
Steuerforderungen	1.697	10,8%	1.697	0,0%	1.697	0,0%	1.697	0,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	13.103	20,5%	13.103	0,0%	13.103	0,0%	13.103	0,0%
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>133.494</b>	<b>16,3%</b>	<b>142.999</b>	<b>7,1%</b>	<b>159.155</b>	<b>11,3%</b>	<b>173.049</b>	<b>8,7%</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>271.378</b>	<b>4,5%</b>	<b>288.960</b>	<b>6,5%</b>	<b>311.974</b>	<b>8,0%</b>	<b>333.719</b>	<b>7,0%</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	57.280	0,3%	57.475	0,3%	69.777	21,4%	79.637	14,1%
Kumuliertes übriges comprehensive income	-19.679	-23,8%	-7.572	61,5%	-3.574	52,8%	1.013	128,4%
<b>Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz</b>	<b>67.558</b>	<b>-5,0%</b>	<b>79.860</b>	<b>18,2%</b>	<b>96.160</b>	<b>20,4%</b>	<b>110.608</b>	<b>15,0%</b>
Anteile in Fremdbesitz	160	-17,5%	160	0,0%	160	0,0%	160	0,0%
<b>Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz</b>	<b>67.718</b>	<b>-5,1%</b>	<b>80.020</b>	<b>18,2%</b>	<b>96.320</b>	<b>20,4%</b>	<b>110.768</b>	<b>15,0%</b>
<b>Langfristige Schulden</b>								
Pensionsrückstellungen	69.188	7,8%	69.188	0,0%	69.188	0,0%	69.188	0,0%
Übrige Rückstellungen	2.406	-1,3%	2.493	3,6%	2.692	8,0%	2.908	8,0%
Finanzverbindlichkeiten	3.435	194,6%	3.435	0,0%	3.435	0,0%	3.435	0,0%
langfristige Leasingverbindlichkeiten	12.854	-9,9%	13.612	5,9%	14.476	6,3%	15.446	6,7%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	4.584	-22,4%	4.750	3,6%	5.129	8,0%	5.540	8,0%
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>92.467</b>	<b>5,1%</b>	<b>93.478</b>	<b>1,1%</b>	<b>94.921</b>	<b>1,5%</b>	<b>96.516</b>	<b>1,7%</b>
<b>Kurzfristige Schulden</b>								
Übrige Rückstellungen	7.777	-2,5%	8.058	3,6%	8.702	8,0%	9.399	8,0%
Finanzverbindlichkeiten	46.903	6,4%	48.765	4,0%	48.765	0,0%	48.765	0,0%
kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	3.747	-31,0%	3.968	5,9%	4.220	6,3%	4.503	6,7%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	19.451	2,0%	20.153	3,6%	21.766	8,0%	23.507	8,0%
Vertragsverbindlichkeiten	17.961	29,7%	18.610	3,6%	20.098	8,0%	21.706	8,0%
Steuerverbindlichkeiten	1.681	125,3%	1.742	3,6%	1.881	8,0%	2.032	8,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	13.673	48,0%	14.167	3,6%	15.300	8,0%	16.524	8,0%
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>111.193</b>	<b>10,8%</b>	<b>115.462</b>	<b>3,8%</b>	<b>120.732</b>	<b>4,6%</b>	<b>126.435</b>	<b>4,7%</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>271.378</b>	<b>4,5%</b>	<b>288.960</b>	<b>6,5%</b>	<b>311.974</b>	<b>8,0%</b>	<b>333.719</b>	<b>7,0%</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: **14.05.2024, 09:00 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **14.05.2024, 11:00 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
13.06.2023	Schlote, Löchner	Kaufen	30,00 €	23,20 €	12 Monate
10.08.2023	Schlote	Kaufen	30,00 €	22,00 €	12 Monate
13.11.2023	Schlote	Kaufen	30,00 €	23,60 €	12 Monate
20.02.2024	Schlote	Kaufen	30,00 €	21,40 €	12 Monate
04.03.2024	Schlote	Kaufen	30,00 €	21,00 €	12 Monate
20.03.2024	Schlote	Kaufen	30,00 €	21,00 €	12 Monate
24.04.2024	Schlote, Löchner	Kaufen	30,00 €	21,80 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.04.23 - 31.03.24)		in %	Auftragsresearch	in %
Kaufen	61	92,4%	51	77,3%
Halten	3	4,5%	3	4,5%
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%
Ausgesetzt	2	3,0%	2	3,0%
Insgesamt	66	100,0%	56	84,8%

Weder die Solventis AG, 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 AG

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 AG betreffend ihr und den oben genannten Personen nicht kenntlich.

#### 4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis AG, Am Rosengarten 4, 55131 Mainz

Sitz: Mainz; HRB 44909, Amtsgericht Mainz; Vorstand: Klaus Schlote, Dennis Watz.

b) Ersteller

**Klaus Schlote, CEFA-Analyst**

#### 5. Erläuterung der Einschätzung der Solventis AG / 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 AG, 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 entsprechen den 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 AG oder verbundener Unternehmen gebunden.

#### 9. Adressaten

Analysen der Solventis AG 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 AG 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.**