

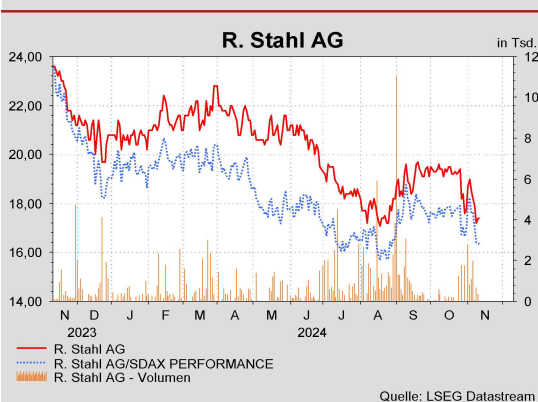
R. Stahl AG

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	28,00 € (30,00 €)
Kurspotenzial	60,9%
Kurs (11.11.2024)	17,40 €
ISIN	DE000A1PHBB5
Marktkapitalisierung	112,1 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	347,1	369,7	395,5
EBITDA	36,6	36,7	41,9	47,9
EBITDA-Marge	11,1%	10,6%	11,3%	12,1%
EBIT	19,1	19,1	24,0	29,7
EBIT-Marge	5,8%	5,5%	6,5%	7,5%
Ergebnis je Aktie	0,03	1,57	2,11	2,76
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,50	1,38
Buchwert je Aktie	10,52	12,08	14,19	16,46
EV/Umsatz	0,8	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA	7,1	6,4	5,3	4,4
EV/EBIT	13,5	12,2	9,2	7,1
KGV	686,9	11,1	8,2	6,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	2,9%	7,9%
Kurs/Buchwert	1,6	1,4	1,2	1,1



Finanzkalender

- 18.02.2025: vorl. Zahlen 2024
- 10.04.2025: GB 2024
- 08.05.2025: Q1 2025
- 03.06.2025: HV 2025

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

Schwieriger werdende Marktbedingungen bremsen R. Stahl im Q3'24 spürbar

Nach 9 Monaten lag der Auftragseingang mit 255,2 Mio. € um 4,8% unter dem Vorjahresniveau von 268,0 Mio. €. Per Ende September ging der Auftragsbestand auf 107,9 Mio. € (Vj. 115,1 Mio. €) zurück. Vor dem Hintergrund erhöhter Unsicherheiten im Vorfeld der US-Wahlen wurde aus den Regionen Amerika und Asien/Pazifik deutlich weniger geordert. Dagegen behauptete sich der Auftragseingang aus Deutschland und der Zentralregion (Afrika, Europa ohne Deutschland). In den ersten 3 Quartalen erzielte R. Stahl ein Umsatzplus von 8,6% auf 261,4 Mio. € bei einem um 10,9% auf 27,7 Mio. € verringerten EBITDA. Allerdings nahm der Umsatz im Q3'24 ggü. Vj. nur noch um 1,7% zu, während das EBITDA im Q3 mit -32,5% ggü. Vj. deutliche Einbußen hinnehmen musste. Ursächlich waren u. a. eine geringere Rohermargen und höhere sonstige betriebliche Aufwendungen. Die Guidance für den Umsatz 2024 sieht der Vorstand weiter im Bereich von 335 Mio. € - 350 Mio. €. Das EBITDA vor Sondereffekten soll 2024 nun 35 - 40 Mio. € betragen und damit im unteren Bereich der alten Spanne von 35 - 45 Mio. € liegen. Wir passen unser DCF-Modell an und sehen den fairen Wert der R. Stahl-Aktie jetzt bei 28,00 € nach 30,00 €. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Infolge der schwächeren operativen Performance schmolz das Working Capital (WC) um 1,8 Mio. € in Q3'24 ab, während es im Q3'23 um 13,0 Mio. € aufgebaut wurde. Der **Free Cashflow** konnte so im Q3'24 um 10,8 Mio. € auf 6,0 Mio. € verbessert werden. Im CC sprach CEO Dr. Hallmann davon, dass die Vorräte zunächst weiter reduziert werden. Dahinter steht ein **striktes Kostenmanagement**. Das wird vermutlich auch mit einer geringeren Belegschaft einhergehen, die sich ohnehin stärker in die Wachstumsregionen verschieben wird.

Denn eine **stärkere Internationalisierung** von R. Stahl gehört unverändert zur Unternehmensstrategie. Wachstum findet zuvorderst in den Americas und Asien/Pazifik statt. Etwa 70% des Gruppenumsatzes generiert R. Stahl im wachstumsschwachen Europa, auf das ~30% des Weltmarktes entfallen.

Mit dem **Strategieprogramm EXcelerate** wird eine effizientere Steuerung des Konzerns ermöglicht, was die Profitabilität der Gruppe nachhaltig verbessern soll. Dafür wurden seit letztem Jahr rund 4,5 Mio. € ausgegeben, davon entfielen 3,4 Mio. € auf die ersten 9 Monate und 1 Mio. € auf das Q3'24. Diese Investitionen sollen sich in 1-2 Jahren amortisieren.

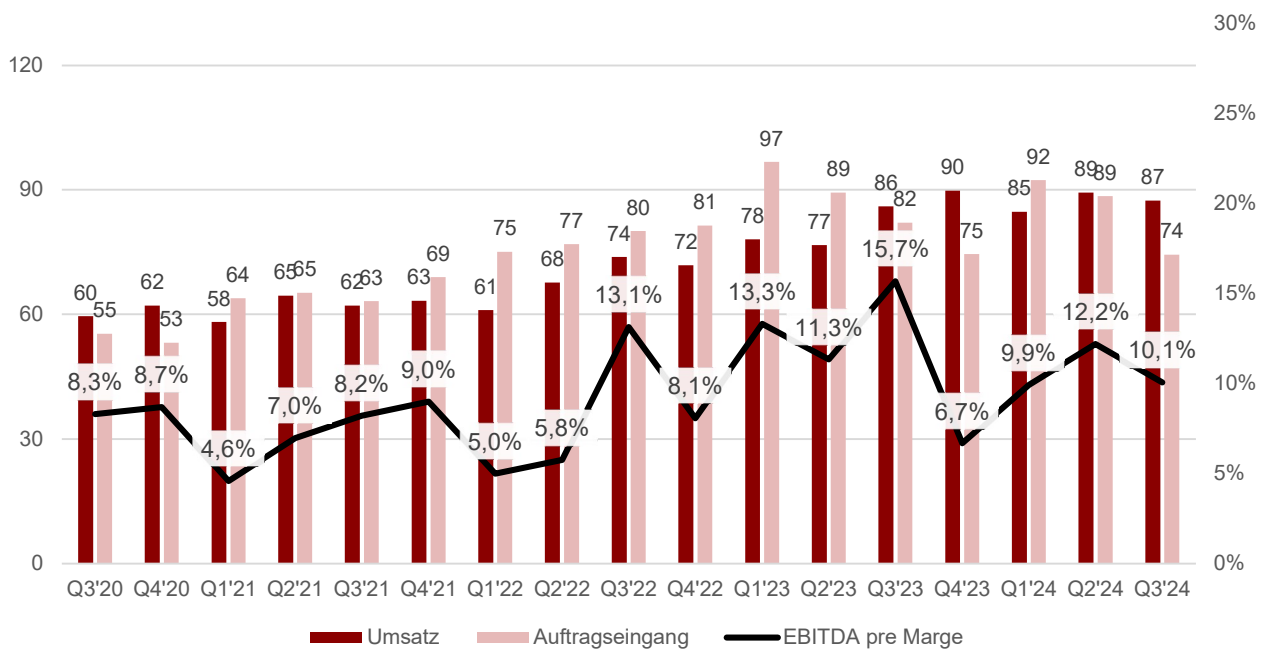
Infolge eines **verlangsamten Lagerumschlags** mussten die Vorräte um 850 Tsd. € abgeschrieben werden, wobei das Management die Vorräte als werthaltig einschätzt. Die **Materialaufwandsquote** stieg so auf 34,1% nach 33,4% im Q3'23. Ohne diesen buchhalterischen Vorgang wäre die Materialaufwandsquote im Q3'24 geringer als im Vorjahr gewesen. Die geringe Gesamtleistung führte im Q3'24 zu einer **Personalkostenquote** von 38,6% nach 37,6% im Vorjahr.

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 8

Im Q2'24 und besonders im Q3'24 blieb der **Auftragseingang** hinter dem Umsatz zurück. Auf Basis der ersten 9 Monate lag die **Book-to-bill Ratio** bei 0,98 (Vj. 1,11) und auf Basis des Q3'24 nur noch bei 0,85 (Vj. 0,95). R. Stahl lebt also zunehmend vom **Auftragsbestand**, der bis Ende Q3'24 auf 107,9 Mio. € abschmolz, was einer Reichweite von weniger als 4 Monaten entspricht. Insbesondere die schwache Nachfrage aus der europäischen Chemie macht R. Stahl zu schaffen. Aber auch die Pharmaindustrie, der größte Automatisierungskunde von R. Stahl, blieb hinter den Erwartungen zurück. Hinzu kam in den Americas, Asien/Pazifik der Attentismus im Vorfeld der US-Wahlen.

Der **Wahlausgang in den USA** ist für die Öl- und Gasindustrien positiv, die für R. Stahl immens wichtig sind. Durch die angekündigten Steuersenkungen verbessert sich das Investitionsklima im Allgemeinen. Von daher sollte der Auftragseingang im Q1'25 wieder anspringen. Mit einem Auftragseingang von 85 bis 90 Mio. € kann R. Stahl gut leben, 75 Mio. € und weniger würden die Probleme bei R. Stahl intensivieren.

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



Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

Die Steuerungsgröße „**EBITDA vor Sondereinflüssen**“ lag im Q3'24 bei 8,8 Mio. €. Das sind 4,7 Mio. € weniger als im Vorjahr (13,5 Mio. €). Ursächlich waren ein geringerer Rohertrag (-2,6 Mio. €), höhere Personalkosten (-0,3 Mio. €), geringere sonstige betriebliche Erträge (-0,5 Mio. €) und höhere sonstige betriebliche Aufwendungen (-1,4 Mio. €), von den 1 Mio. € auf EXcelerate entfielen. Das EBITDA vor Sondereinflüssen war nur 0,1 Mio. € höher als das EBITDA. Der Aufwand für EXcelerate wird nicht unter Sondereinflüssen verbucht.

Für die ersten 9 Monate 2024 wurde das **EBITDA** mit 27,7 Mio. € (Vj. 31,0 Mio. €) berichtet. Darin waren negative Sondereinflüsse von 0,4 Mio. € (Vj. 0,7 Mio. €) für Abfindungen enthalten.

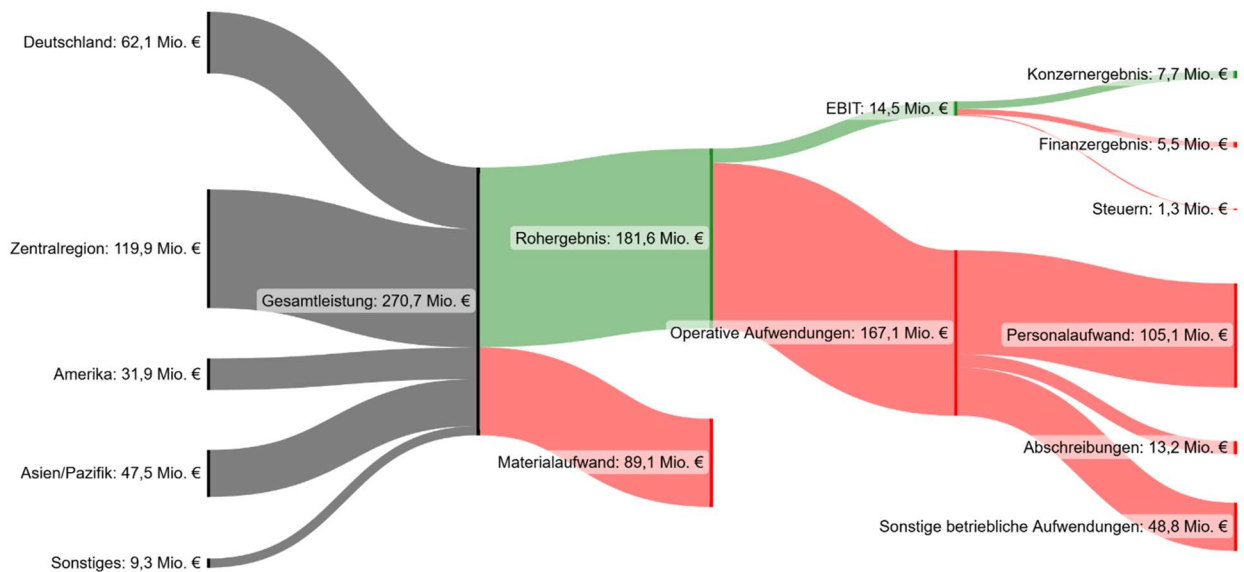
Die Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte des Anlagevermögens und Sachanlagen beliefen sich nach den ersten 9 Monaten auf wenig veränderten 13,2 Mio. € (Vj. 13,0 Mio. €). Daraus ergibt sich ein **EBIT** von 14,5 Mio. € (Vj. 18,0 Mio. €). Die EBIT-Marge gab um 2 Prozentpunkte auf 5,5% nach.

Das **Finanzergebnis** verschlechterte sich nach 9 Monaten auf -5,5 Mio. € (Vj. -2,7 Mio. €). Maßgeblich war der Wegfall des Ergebnisbeitrags in Höhe von 2,2 Mio. € der russischen ZAVOD Goreltex. Diese at Equity-Beteiligung wurde im Jahr 2023 vollständig wertberichtigt. Bereinigt um ZAVOD Goreltex betrug das Zinsergebnis für die ersten 9 Monate 2023 -5,0 Mio. €.

Die **Ertragsteuern** belasteten mit -1,3 Mio. € (Vj. -3,4 Mio. €).

Insgesamt ergab sich ein **Konzernergebnis** für die ersten 9 Monate von 7,7 Mio. € nach 11,9 Mio. € im Vorjahr. Nach Abzug der Minderheiten stellte sich das EPS auf 1,18 € (Vj. 1,85 €).

R. Stahl: 9M'24



Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

Bewertung

Im Grunde enthält der Ausblick im 9 Monatsbericht eine **versteckte Umsatz- und Gewinnwarnung**. Zum einen wird jetzt die untere Hälfte der ursprünglichen EBITDA-Guidance von 35 bis 45 Mio. € angestrebt. Zum anderen war R. Stahl nach den Halbjahreszahlen zuversichtlich, das obere Ende der Umsatz-Guidance von 335 Mio. € bis 350 Mio. € zu erreichen. Zwar wurde die Spanne für den Umsatz im 9 Monatsbericht bestätigt, aber das Erreichen des oberen Endes wurde in der Kommentierung nicht mehr erwähnt.

Entsprechend sind wir in der Detailplanung bezüglich Umsatzwachstum und EBIT-Marge etwas vorsichtiger geworden und haben Anpassungen in unserem **DCF-Modell** vorgenommen. Wir kommen nun auf einen **fairen Wert** von 28,00 € nach 30,16 €. Wir nehmen unser **Kursziel** von 30,00 € auf 28,00 € zurück. Bei einem Kurspotenzial von rund 60% bestätigen wir aber unsere **Kaufempfehlung**.

R. Stahl: DCF-Modell (in Tsd. €)

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal Value
Umsatz	347.092	369.653	395.529	415.305	429.841	438.438	447.207	
Veränderung in %	5,0%	6,5%	7,0%	5,0%	3,5%	2,0%	2,0%	
EBITDA	36.700	41.882	47.916	54.255	60.558	64.345	65.953	
EBITDA-Marge	10,6%	11,3%	12,1%	13,1%	14,1%	14,7%	14,7%	
EBIT	19.090	24.027	29.665	35.301	40.835	43.844	44.721	
EBIT-Marge	5,5%	6,5%	7,5%	8,5%	9,5%	10,0%	10,0%	
NOPLAT	15.272	16.819	20.765	24.711	28.584	30.691	31.304	30.037
Reinvestment Rate	53,3%	23,6%	29,0%	19,3%	19,7%	13,4%	19,4%	17,9%
FCFF	7.128	12.843	14.740	19.940	22.948	26.565	25.225	376.361
WACC	6,9%	6,9%	7,1%	7,2%	7,3%	7,4%	7,6%	7,6%
Kumuliertes WACC	106,9%	114,3%	122,4%	131,2%	140,8%	151,3%	162,7%	175,0%
Barwerte der FCFF	6.668	11.237	12.044	15.198	16.296	17.556	15.500	215.019

Berechnung Wert pro Aktie		Modellparameter TV		Sensitivitätsanalyse						
Summe Barwerte Planphase	94.498	EBIT-Marge	9,5%	Wachstumsrate						
Barwert Terminal Value	215.019	Steuersatz	30,0%		0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	
<i>in % des Unternehmenswerts</i>	<i>69,5%</i>	Ewiges Wachstum	1,0%	7,1%	28,16	29,49	30,93	32,49	34,20	
Unternehmenswerts	309.518	WACC	7,6%	WACC	7,3%	26,85	28,08	29,40	30,84	32,40
Netto-Finanzschulden	129.203			7,6%	25,63	26,77	28,00	29,32	30,76	
Minderheiten	0			7,8%	24,50	25,56	26,70	27,92	29,24	
Beteiligungen	0			8,1%	23,44	24,43	25,49	26,62	27,84	
Wert des Eigenkapitals	180.315				EBIT-Marge					
						8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%
Anzahl an Aktien (in Mio.)	6,44			7,1%	26,27	28,60	30,93	33,25	35,58	
Wert pro Aktie	28,00			7,3%	24,94	27,17	29,40	31,63	33,86	
				7,6%	23,72	25,86	28,00	30,14	32,28	
				7,8%	22,58	24,64	26,70	28,75	30,81	
				8,1%	21,53	23,51	25,49	27,47	29,45	

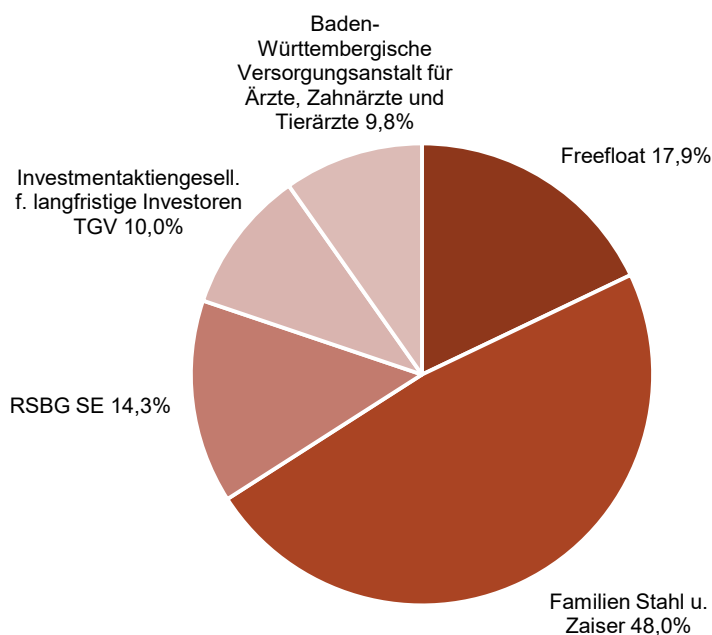
Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

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
Umsatz	330.564	20,5%	347.092	5,0%	369.653	6,5%	395.529	7,0%
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	5.807	122,5%	6.097	5,0%	6.494	6,5%	6.948	7,0%
andere aktivierte Eigenleistungen	4.069	-19,2%	4.272	5,0%	4.550	6,5%	4.869	7,0%
Gesamtleistung	340.440	20,7%	357.462	0,0%	380.697	0,0%	407.346	0,0%
sonstige betriebliche Erträge	9.923	-27,2%	9.784	-1,4%	10.448	6,8%	11.205	7,3%
Materialaufwand	116.242	15,7%	122.054	5,0%	129.988	6,5%	139.087	7,0%
Rohergebnis nach GKV	234.121	20,0%	245.192	4,7%	261.157	6,5%	279.464	7,0%
Personalaufwand	134.486	10,2%	141.986	5,6%	149.329	5,2%	157.688	5,6%
sonstige betriebliche Aufwendungen	62.993	20,1%	66.506	5,6%	69.946	5,2%	73.861	5,6%
EBITDA	36.642	78,0%	36.700	0,2%	41.882	14,1%	47.916	14,4%
EBITDA-Marge	11,08%	3,6 pp	10,57%	-0,5 pp	11,33%	0,8 pp	12,11%	0,8 pp
Abschreibungen	17.525	4,7%	17.610	0,5%	17.854	1,4%	18.251	2,2%
EBIT	19.117	396,5%	19.090	-0,1%	24.027	25,9%	29.665	23,5%
EBIT-Marge	5,78%	4,4 pp	5,50%	-0,3 pp	6,50%	1,0 pp	7,50%	1,0 pp
Beteiligungsergeb. + Ergeb. At-Equity bilanz. Unternehmen	-10.232	-386,2%	0	100,0%	0	0,0%	0	0,0%
Zinserträge	132	91,3%	350	165,2%	288	-17,7%	390	35,3%
Zinsaufwand	7.006	92,2%	7.650	9,2%	6.204	-18,9%	6.337	2,1%
Finanzergebnis	-17.106	>-100%	-7.300	57,3%	-5.915	19,0%	-5.947	-0,5%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	2.011	-47,7%	11.790	486,3%	18.112	53,6%	23.718	31,0%
EBT-Marge	0,61%	-0,8 pp	3,40%	2,8 pp	4,90%	1,5 pp	6,00%	1,1 pp
Steuern	1.829	-4,8%	2.358	28,9%	5.434	130,4%	7.115	31,0%
Steuerquote	90,95%	41,0 pp	20,00%	-70,9 pp	30,00%	10,0 pp	30,00%	0,0 pp
Ergebnis n. Steuern	182	-90,6%	9.432	5082,4%	12.678	34,4%	16.603	31,0%
Anteile Dritter	-13	35,0%	-674	-5082,4%	-906	-34,4%	-1.186	-31,0%
Konzernjahresüberschuss	195	-90,0%	10.106	5082,4%	13.584	34,4%	17.789	31,0%
Anzahl Aktien	6.440.000	0,0%	6.440.000	0,0%	6.440.000	0,0%	6.440.000	0,0%
Ergebnis je Aktie	0,03	-90,0%	1,57	5082,4%	2,11	34,4%	2,76	31,0%

Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

R. Stahl: Bilanz (in Tsd. €)

	2023	yoy	2024e	yoy	2025e	yoy	2026e	yoy
Aktiva								
Sachanlagen	54.113	7,8%	54.877	1,4%	56.060	2,2%	57.672	2,9%
Leasing Nutzungsrechte	22.935	-7,5%	24.357	6,2%	25.883	6,3%	27.545	6,4%
Immaterielle Vermögenswerte	38.631	0,4%	37.231	-3,6%	37.183	-0,1%	38.401	3,3%
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%
Summe Anlagevermögen	137.884	-4,9%	138.670	0,6%	141.331	1,9%	145.822	3,2%
Kasse	11.534	-28,2%	17.355	50,5%	30.122	73,6%	42.226	40,2%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	43.387	16,2%	49.000	12,9%	52.185	6,5%	55.838	7,0%
Vertragsvermögenswerte	17	183,3%	18	5,0%	19	6,5%	20	7,0%
Vorräte	63.756	30,3%	65.948	3,4%	66.538	0,9%	67.240	1,1%
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%
Summe Umlaufvermögen	133.494	16,3%	147.120	10,2%	163.664	11,2%	180.124	10,1%
Summe Aktiva	271.378	4,5%	285.790	5,3%	304.995	6,7%	325.947	6,9%
Passiva								
Gezeichnetes Kapital	16.500	0,0%	16.500	0,0%	16.500	0,0%	16.500	0,0%
Kapitalrücklage	13.457	0,0%	13.457	0,0%	13.457	0,0%	13.457	0,0%
Gewinnrücklagen	57.280	0,3%	57.475	0,3%	67.581	17,6%	77.945	15,3%
Kumuliertes übriges comprehensive income	-19.679	-23,8%	-9.768	50,4%	-6.290	35,6%	-2.085	66,8%
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	67.558	-5,0%	77.664	15,0%	91.248	17,5%	105.816	16,0%
Anteile in Fremdbesitz	160	-17,5%	160	0,0%	160	0,0%	160	0,0%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	67.718	-5,1%	77.824	14,9%	91.408	17,5%	105.976	15,9%
Langfristige Schulden								
Pensionsrückstellungen	69.188	7,8%	69.188	0,0%	69.188	0,0%	69.188	0,0%
Übrige Rückstellungen	2.406	-1,3%	2.526	5,0%	2.691	6,5%	2.879	7,0%
Finanzverbindlichkeiten	3.435	194,6%	3.435	0,0%	3.435	0,0%	3.435	0,0%
langfristige Leasingverbindlichkeiten	12.854	-9,9%	13.651	6,2%	14.506	6,3%	15.438	6,4%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	4.584	-22,4%	4.813	5,0%	5.126	6,5%	5.485	7,0%
Summe langfristige Schulden	92.467	5,1%	93.614	1,2%	94.946	1,4%	96.425	1,6%
Kurzfristige Schulden								
Übrige Rückstellungen	7.777	-2,5%	8.166	5,0%	8.697	6,5%	9.305	7,0%
Finanzverbindlichkeiten	46.903	6,4%	48.226	2,8%	48.226	0,0%	48.226	0,0%
kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	3.747	-31,0%	3.979	6,2%	4.229	6,3%	4.500	6,4%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	19.451	2,0%	19.000	-2,3%	20.235	6,5%	21.651	7,0%
Vertragsverbindlichkeiten	17.961	29,7%	18.859	5,0%	20.085	6,5%	21.491	7,0%
Steuerverbindlichkeiten	1.681	125,3%	1.765	5,0%	1.880	6,5%	2.011	7,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	13.673	48,0%	14.357	5,0%	15.290	6,5%	16.360	7,0%
Summe kurzfristige Schulden	111.193	10,8%	114.352	2,8%	118.641	3,8%	123.546	4,1%
Summe Passiva	271.378	4,5%	285.790	5,3%	304.995	6,7%	325.947	6,9%

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: **12.11.2023, 09:00 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **12.11.2023, 10:00 Uhr**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: quartalsweise.

c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt/M.

d) Vorangegangene Analysen: Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.

e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten ohne Empfehlung zugänglich gemacht worden und ist danach ohne Empfehlungsänderung inhaltlich nicht wesentlich geändert worden.

f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen zu dem hierfür angegebenen Datum und Zeit, soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

g) Die Analyse wird allen daran interessierten Personen zeitgleich bereitgestellt.

3. Disclosures

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie des Emittenten in den vergangenen 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Ersteller	Einschätzung	Kursziel	Marktpreis zum Veröffentlichungsdatum	Dauer der Gültigkeit
13.11.23	Schlote	Kaufen	30,00 €	23,60 €	12 Monate
20.02.24	Schlote	Kaufen	30,00 €	21,40 €	12 Monate
04.03.24	Schlote	Kaufen	30,00 €	21,00 €	12 Monate
20.03.24	Schlote	Kaufen	30,00 €	21,00 €	12 Monate
24.04.24	Schlote, Löchner	Kaufen	30,00 €	21,80 €	12 Monate
14.05.24	Schlote	Kaufen	30,00 €	20,60 €	12 Monate
15.08.24	Schlote, Watz	Kaufen	30,00 €	17,90 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.10.23 - 30.09.24)		in %	Auftragsresearch	in %
Kaufen	57	95,0%	48	80,0%
Halten	2	3,3%	2	3,3%
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%
Ausgesetzt	1	1,7%	1	1,7%
Insgesamt	60	100,0%	51	85,0%

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 47135, Amtsgericht Mainz; Geschäftsführer: Joachim Schmitt, 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.