R. Stahl AG

Kaufen (Kaufen)

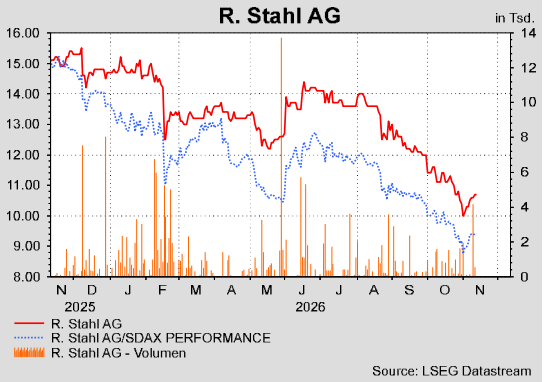
Kursziel	**17,70 € (20,75 €)**
Kurspotenzial	65,4%
Kurs (11.11.2026)	10,70 €
ISIN	DE000A1PHBB5
Marktkapitalisierung	89,5 Mio. €
Anzahl Aktien	6,44 Mio.
Marktsegment	Prime Standard

Kennzahlen und Prognosen

in Mio. €/ je Aktie in €	2025	2026e	2027e	2028e
Umsatz	312,99	297,34	306,26	318,51
EBITDA	25,51	25,63	29,76	33,71
EBITDA-Marge	8,2%	8,6%	9,7%	10,6%
EBIT	6,62	8,33	12,25	15,93
EBIT-Marge	2,1%	2,8%	4,0%	5,0%
Ergebnis je Aktie	0,46	0,27	0,71	1,10
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,35	0,55
Buchwert je Aktie	11,75	12,02	12,72	13,47
EV/Umsatz	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	8,2	7,1	6,1	5,3
EV/EBIT	31,8	21,8	14,7	11,3
KGV	32,0	40,2	15,1	9,7
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	3,3%	5,1%
Kurs/Buchwert	0,9	0,9	0,8	0,8

Unternehmensprognose 2026

Umsatz:	285 bis 300 Mio. €
EBITDA pre:	22 bis 27 Mio. €
Free Cashflow (FCF):	ausgeglichen



Source: LSEG Datastream

Finanzkalender

- 25.02.2027: Vorläufige Zahlen Gj. 2026
- 15.04.2027: Geschäftsbericht 2026

Aktionärsstruktur

35,25% Gründerfamilien (Stahl u. Zaiser) Pool
14,3% RSBG SE
11,8% Norman Rentrop
10,0% Gründerfamilien (u.a. Zaiser) ohne Pool

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

Nach 9 Monaten liegt R. Stahl im Plan - Kostensenkungen greifen - Ausblick bestätigt

Im Q3'26 erhärteten sich die Anzeichen für eine Stabilisierung in einem weiterhin schwierigen Marktumfeld, das von einer anhaltenden Investitionsschwäche in den Kernindustrien von R. Stahl geprägt ist. Zwar lag der Umsatz im Q3'26 mit 74,1 Mio. € um 5,7% unter Vorjahr, er fiel aber höher aus als in den beiden Vorquartalen. Dieser Verlauf zeigt sich auch beim EBITDA: Zu den 8,7 Mio. € (Vj. 8,9 Mio. €, Vq. 4,8 Mio. €) trugen die Kostenoptimierungen wesentlich bei. Getragen von den Regionen Deutschland und Amerika stieg der Auftragseingang im Q3'26 auf 75,4 Mio. €. Das waren 4,4% mehr als im Vorjahr bzw. 9,9% mehr als im Vorquartal. Die Book-to-Bill-Ratio verbesserte sich im Q3'26 auf 1,02 (Vj. 0,92, Vq. 0,95), was die Stabilisierung unterstreicht. Das Konzernergebnis im Q3'26 wurde mit 3,7 Mio. € (Vj. 2,6 Mio. €) ausgewiesen. Zu dem Anstieg trugen positive Steuereffekte von 0,8 Mio. € bei. Das EPS im Q3'26 belief sich auf 0,56 € (Vj. 0,39 €). Nach den ersten 9 Monaten ergab sich ein Konzernergebnis von 0,9 Mio. € (Vj. -2,4 Mio. €). Das entsprach einem EPS von 0,14 € (Vj. -0,38 €). Da die operative Entwicklung im Rahmen der Planungen lag, bestätigte der Vorstand die Prognose. Unser DCF-Modell haben wir angepasst und kommen nun auf ein Kursziel von 17,70 €. Die Kaufempfehlung bleibt bestehen.

Der **Free Cashflow** sprang im Q3'26 auf 11,7 Mio. € (Vj. 0,5 Mio. € und nach 9 Monaten auf 4,7 Mio. € (Vj. -12,6 Mio. €). Dafür waren neben einem höheren Konzernergebnis vor allem Working Capital Effekte ausschlaggebend. Für das Gesamtjahr stellt das Management unverändert einen ausgeglichenen Free Cashflow in Aussicht. Das halten wir für sehr vorsichtig. Ergebnisseitig ist das Q4 bei R. Stahl üblicherweise stark.

Bei einer **Gesamtleistung** von 76,2 Mio. € (Vj. 86,3 Mio. €) ergab sich im Q3'26 eine **Materialkostenquote** von 31,7% (Vj. 34,5%) und nach 9 Monaten ein Wert von 31,5% (Vj. 34,3%). Ausschlaggebend war der vorteilhaftere Produktmix aufgrund des höheren Anteils des margenstärkeren Tagesgeschäfts. Per Ende Sept. 26 waren 1.570 Mitarbeiter im R. Stahl-Konzern beschäftigt. Das waren 5,4% weniger als Ultimo 2025. Der Personalaufwand sank infolge des Personalabbaus ggü. Vj. um 11,8% auf 30,5 Mio. € und nach 9 Monaten um 9,9% auf 97,2 Mio. €. Das entsprach einer **Personalaufwandsquote** im Q3'26 von 40,0% (Vj. 40,1%) und nach 9 Monaten von 43,7% (Vj. 43,7%). Der Alleinvorstand Tobias Popp sieht beide Quoten in einem angemessenen Korridor. Es muss sichergestellt sein, dass das operative Geschäft auch im Wachstumsmodus funktioniert.

Gegenüber Ultimo 2025 wurden die **Nettofinanzverbindlichkeiten** um 1,8 Mio. € auf 33,1 Mio. € gesenkt. Die **EK-Quote** verbesserte sich im gleichen Zeitraum um 2,1 PP auf 31,3%.

Das langjährige AR-Mitglied **Peter Leischner**, der viele Jahre auch als AR-Vorsitzender fungierte, schied plangemäß aus dem AR aus. Als Nachfolgerin wurde **Elke Eckstein** gerichtlich in den AR bestellt. Ihre Bestellung gilt bis zur nächsten HV im Juni 2027.

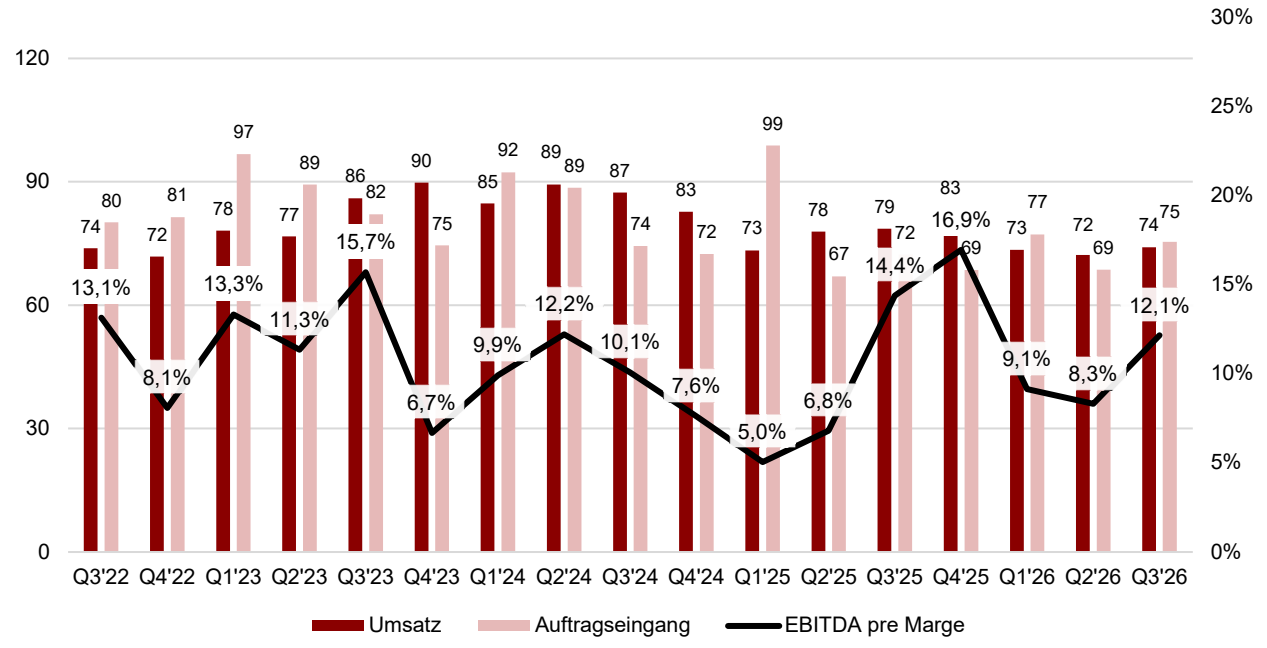
Regionen und Geschäftsfelder

Vor dem Hintergrund des schwierigen Marktumfelds fiel der Umsatz in allen Regionen in den ersten **9 Monaten 2026** geringer aus als im Vorjahr. Die Ausnahme war Asien/Pazifik mit einem Plus von 31,3% yoy. Hier wurde ein größerer Projektauftrag verbucht.

Das **Q3'26** zeigte indes ein anderes Bild: Außer der Zentralregion (Afrika und Europa ohne Deutschland) verzeichneten alle Regionen im Q3'26 ggü. Vj. einen höheren Umsatz. Die Zentralregion verzeichnete einen Umsatzrückgang auf 32,3 Mio. € (-14,7% yoy). Hier wirkten sich insbesondere geringere Umsätze aus dem internationalen Projektgeschäft aus. Dazu zählen größere Kunden aus dem Öl- und Gasgeschäft, der Petrochemie sowie dem maritimen Umfeld. Hinzu kamen Projektverschiebungen.

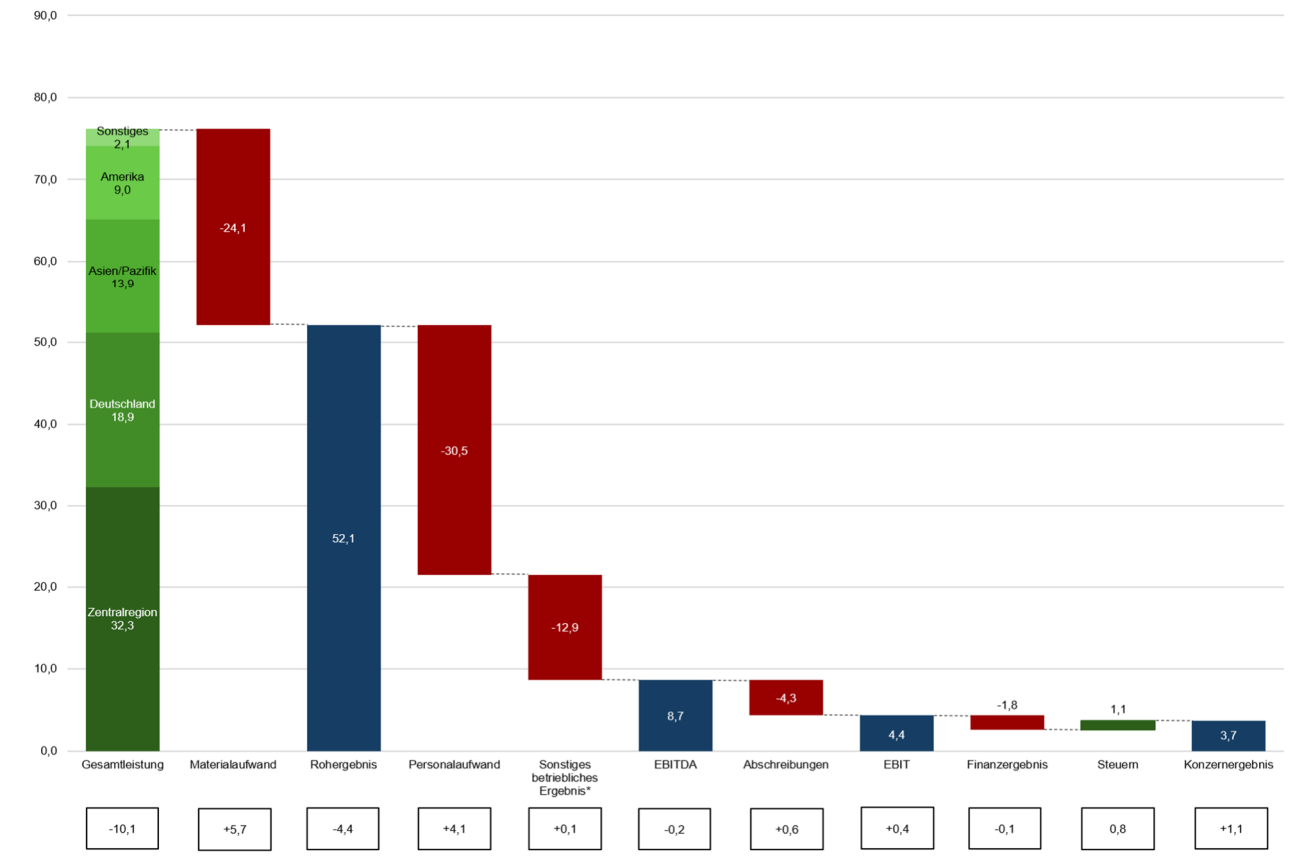
Der Bau von **Rechenzentren** ist bislang kein Geschäftsfeld für R. Stahl, da die Lösungen von R. Stahl überdimensioniert sind. Das könnte sich ändern, wenn Gas zur Kühlung verwendet werden sollte.

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



Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

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



Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

NEXUS – mittelfristige Strategie

Im Rahmen des CC anlässlich der 9 Monatszahlen 2026 führte der Alleinvorstand Tobias Popp aus, dass ein Umsatzziel von 500 Mio. € im Jahr 2030 nicht mehr explizit angestrebt wird. 500 Mio. € hatte sein Vorgänger in den Raum gestellt. Der Vorstand verfolgt derzeit eine Strategie, bei der das definierte Programm NEXUS schrittweise abgearbeitet wird.

NEXUS sieht für die Jahre 2026-2027 eine „Foundation & Stabilization"-Phase vor. Die finanzielle Stabilität der Gesellschaft hat oberste Priorität. Dazu sollen verschiedene Bausteine beitragen, nämlich eine höhere Effizienz, Skaleneffekte, die Reduzierung von Komplexität und die konsequente Umsetzung definierter Maßnahmen. Das Management sieht R. Stahl noch in dieser Phase.

In den Jahren 2027-2028 schließt sich die zweite Phase „Transformation & Building" an. In der Phase legen Umsatz, EBITDA und EBITDA-Marge wieder spürbar zu, während die Nettoverschuldung sinkt.

Den Abschluss bildet die dritte Phase „Growth & Scaling" in den Jahren 2028-2030+. In dieser Wachstumsphase soll die Profitabilität überproportional gesteigert werden, was einen weiteren Schuldenabbau ermöglicht.

Bewertung

Die Phasen zwei und drei werden bislang qualitativ beschrieben. Zahlen dazu sind noch nicht veröffentlicht worden. Das Umsatzziel von 500 Mio. € im Jahr 2030 steht nicht mehr auf der Agenda. In unserem DCF-Modell haben wir das Umsatzwachstum in der Detailplanung um bis zu 3 PP pro Jahr zurückgenommen. Außerdem haben wir die EBIT-Marge in der Detailplanung um bis zu 1 PP reduziert.

Bei den Bewertungsparametern heben wir den risikofreien Zins von 3,25% auf 3,75% an und senken gleichzeitig die Marktrisikoprämie von 5,25% auf 4,75%. Das WACC taxieren wir im Terminal Value jetzt auf 7,25% nach zuvor 7,38%. Den fairen Wert für die R. Stahl-Aktie sehen wir nun bei 17,72 € nach zuvor 20,74 €. Das Kursziel kürzen wir von 20,75 € auf 17,70 €. Bei einem aktuellen Kurs von 10,70 € bietet die Aktie genug Potenzial, um die Kaufempfehlung beizubehalten.

R. Stahl: DCF-Modell (in Tsd. €)

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	Terminal Value
Umsatz	**297.337**	**306.257**	**318.507**	**334.432**	**351.154**	**368.712**	**387.147**	**398.762**	**406.737**	
Veränderung in %	-5,0%	3,0%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	2,0%	
EBITDA	**25.626**	**29.764**	**33.709**	**38.199**	**43.167**	**48.631**	**50.741**	52.388	53.747	
EBITDA-Marge	8,6%	9,7%	10,6%	11,4%	12,3%	13,2%	13,1%	13,1%	13,2%	
EBIT	**8.325**	**12.250**	**15.925**	**20.066**	**24.581**	**29.497**	**30.972**	**31.901**	**32.539**	
EBIT-Marge	2,8%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
NOPLAT	**5.828**	**8.575**	**11.148**	**14.046**	**17.207**	**20.648**	**21.680**	**22.331**	**22.777**	**23.005**
Reinvestment Rate	-40,1%	47,5%	48,4%	49,6%	45,1%	41,3%	42,8%	34,1%	28,6%	10,6%
FCFF	**8.167**	**4.502**	**5.748**	**7.082**	**9.440**	**12.111**	**12.396**	**14.711**	**16.272**	**328.900**
WACC	6,6%	6,7%	6,8%	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%	7,2%	7,3%	7,3%
Kumuliertes WACC	106,6%	113,8%	121,5%	129,8%	138,8%	148,6%	159,2%	170,6%	183,0%	196,2%
Barwerte der FCFF	**7.658**	**3.956**	**4.731**	**5.455**	**6.800**	**8.151**	**7.788**	**8.624**	**8.894**	**167.609**

Berechnung Wert pro Aktie	
Summe Barwerte Planphase	62.057
Barwert Terminal Value	167.609
in % des Unternehmenswerts	73,0%
Unternehmenswert	**229.667**
Netto-Finanzschulden	115.529
Minderheiten	0
Beteiligungen	0
Wert des Eigenkapitals	**114.138**
Anzahl an Aktien (in Mio.)	6,44
Wert pro Aktie	**17,72**

Modellparameter TV	
EBIT-Marge	8,0%
Steuersatz	30,0%
Ewiges Wachstum	1,0%
WACC	7,3%

Sensitivitätsanalyse

WACC \ *Wachstumsrate*	0,50%	0,75%	**1,00%**	1,25%	1,50%
6,8%	17,85	18,93	20,12	21,41	22,82
7,0%	16,78	17,78	18,87	20,05	21,34
7,3%	15,80	16,72	**17,72**	18,81	19,99
7,5%	14,88	15,74	16,66	17,66	18,74
7,8%	14,03	14,83	15,68	16,61	17,60

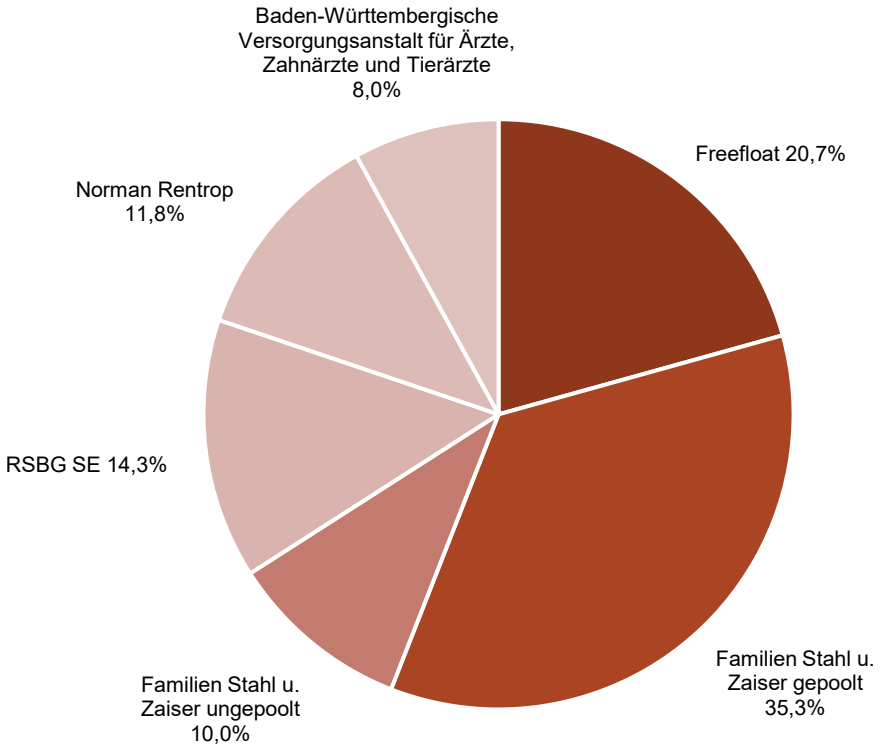
WACC \ *EBIT-Marge*	7,0%	7,5%	**8,0%**	8,5%	9,0%
6,8%	16,14	18,13	20,12	22,11	24,09
7,0%	15,07	16,97	18,87	20,77	22,67
7,3%	14,08	15,90	**17,72**	19,54	21,36
7,5%	13,17	14,92	16,66	18,41	20,16
7,8%	12,33	14,01	15,68	17,36	19,04

Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

Gründerfamilien Stahl und Zaiser dominieren

Seit unserem letzten Update hat sich die Aktionärsstruktur nicht verändert. Der Pool der Familien Stahl und Zaiser ist mit 35,25% größter Aktionär. Auf den weiteren Plätzen folgen die RSBG SE mit 14,3% und Norman Rentrop mit 11,8%.

R. Stahl: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

R. Stahl: GuV (in Tsd. €)

	2025	yoy	2026e	yoy	2027e	yoy	2028e	yoy
Umsatz	**312.986**	**-9,1%**	**297.337**	**-5,0%**	**306.257**	**3,0%**	**318.507**	**4,0%**
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	10.154	285,2%	9.646	-5,0%	9.936	3,0%	10.333	4,0%
andere aktivierte Eigenleistungen	3.970	2,8%	3.772	-5,0%	3.885	3,0%	4.040	4,0%
Gesamtleistung	**327.110**	**-4,5%**	**310.755**	**-5,0%**	**320.077**	**3,0%**	**332.880**	**4,0%**
sonstige betriebliche Erträge	10.151	13,1%	8.532	-15,9%	8.798	3,1%	9.164	4,2%
Materialaufwand	110.015	-3,4%	104.514	-5,0%	107.650	3,0%	111.956	4,0%
Rohergebnis nach GKV	**227.246**	**-4,3%**	**214.772**	**-5,5%**	**221.225**	**3,0%**	**230.088**	**4,0%**
Personalaufwand	138.063	0,4%	132.532	-4,0%	134.154	1,2%	137.600	2,6%
sonstige betriebliche Aufwendungen	63.672	-3,9%	56.614	-11,1%	57.307	1,2%	58.779	2,6%
EBITDA	**25.511**	**-24,6%**	**25.626**	**0,5%**	**29.764**	**16,1%**	**33.709**	**13,3%**
EBITDA-Marge	**8,15%**	**-1,7 pp**	**8,62%**	**0,5 pp**	**9,72%**	**1,1 pp**	**10,58%**	**0,9 pp**
Abschreibungen	18.895	5,1%	17.301	-8,4%	17.513	1,2%	17.783	1,5%
EBIT	**6.616**	**-58,3%**	**8.325**	**25,8%**	**12.250**	**47,1%**	**15.925**	**30,0%**
EBIT-Marge	**2,11%**	**-2,5 pp**	**2,80%**	**0,7 pp**	**4,00%**	**1,2 pp**	**5,00%**	**1,0 pp**
Beteiligungsergeb. + Ergeb. At-Equity bilanz. Unternehmen	3	n.m.	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%
Zinserträge	157	-57,5%	196	24,8%	212	8,4%	219	3,3%
Zinsaufwand	6.683	-14,8%	6.067	-9,2%	5.938	-2,1%	5.989	0,9%
Finanzergebnis	-6.523	12,7%	-5.871	10,0%	-5.726	2,5%	-5.770	-0,8%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	**93**	**-98,9%**	**2.455**	**2539,3%**	**6.524**	**165,8%**	**10.155**	**55,7%**
EBT-Marge	0,03%	-2,4 pp	0,83%	0,8 pp	2,13%	1,3 pp	3,19%	1,1 pp
Steuern	-2.869	-213,2%	736	125,7%	1.957	165,8%	3.047	55,7%
Steuerquote	-3084,95%	-3115,2 pp	30,00%	3114,9 pp	30,00%	0,0 pp	30,00%	0,0 pp
Ergebnis n. Steuern	**2.962**	**-49,3%**	**1.718**	**-42,0%**	**4.567**	**165,8%**	**7.109**	**55,7%**
Anteile Dritter	5	-79,2%	3	-42,0%	8	165,8%	12	55,7%
Konzernjahresüberschuss	**2.957**	**-49,2%**	**1.715**	**-42,0%**	**4.559**	**165,8%**	**7.097**	**55,7%**
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	**0,46**	**-49,2%**	**0,27**	**-42,0%**	**0,71**	**165,8%**	**1,10**	**55,7%**

Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

R. Stahl: Bilanz (in Tsd. €)

	2025	yoy	2026e	yoy	2027e	yoy	2028e	yoy
Aktiva								
Anlagevermögen								
Sachanlagen	54.606	-0,4%	55.970	2,5%	57.414	2,6%	59.027	2,8%
Leasing Nutzungsrechte	21.099	-12,0%	21.589	2,3%	22.116	2,4%	22.718	2,7%
Immaterielle Vermögenswerte	36.942	-2,6%	36.609	-0,9%	36.510	-0,3%	36.674	0,4%
Firmenwerte	9.851	-0,1%	9.851	0,0%	9.851	0,0%	9.851	0,0%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	16.578	30,5%	16.578	0,0%	16.578	0,0%	16.578	-0,0%
Summe Anlagevermögen	**139.076**	**-0,2%**	**140.597**	**1,1%**	**142.469**	**1,3%**	**144.847**	**1,7%**
Umlaufvermögen								
Kasse	12.885	-20,8%	16.225	25,9%	17.632	8,7%	18.236	3,4%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	39.320	-18,1%	37.354	-5,0%	38.475	3,0%	40.014	4,0%
Vorräte	56.929	16,4%	54.083	-5,0%	55.705	3,0%	57.933	4,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	10.667	-15,5%	10.667	0,0%	10.667	0,0%	10.667	0,0%
Summe Umlaufvermögen	**119.804**	**-4,8%**	**118.332**	**-1,2%**	**122.482**	**3,5%**	**126.853**	**3,6%**
Summe Aktiva	**258.880**	**-2,4%**	**258.928**	**0,0%**	**264.951**	**2,3%**	**271.700**	**2,5%**
Passiva								
Eigenkapital								
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%
Sonstiges Eigenkapital	45.517	7,9%	47.232	3,8%	51.792	9,7%	56.609	9,3%
Eigenkapital der Aktionäre	**75.474**	**4,6%**	**77.189**	**2,3%**	**81.749**	**5,9%**	**86.566**	**5,9%**
Anteile in Fremdbesitz	197	3,1%	197	0,0%	197	0,0%	197	0,0%
Eigenkapital	**75.671**	**4,6%**	**77.386**	**2,3%**	**81.946**	**5,9%**	**86.763**	**5,9%**
Langfristige Schulden								
Pensionsrückstellungen	67.238	-9,2%	67.238	0,0%	67.238	0,0%	67.238	0,0%
Übrige Rückstellungen	4.050	1,6%	3.848	-5,0%	3.963	3,0%	4.121	4,0%
Finanzverbindlichkeiten	45.973	5,2%	45.973	0,0%	45.973	0,0%	45.973	0,0%
langfristige Leasingverbindlichkeiten	9.940	-16,5%	10.171	2,3%	10.419	2,4%	10.703	2,7%
Sonstige Verbindlichkeiten	6.893	22,4%	6.548	-5,0%	6.745	3,0%	7.015	4,0%
Summe langfristige Schulden	**134.094**	**-3,7%**	**133.777**	**-0,2%**	**134.338**	**0,4%**	**135.050**	**0,5%**
Kurzfristige Schulden								
Übrige Rückstellungen	1.849	-7,7%	1.757	-5,0%	1.809	3,0%	1.882	4,0%
Finanzverbindlichkeiten	1.773	45,9%	1.773	0,0%	1.773	0,0%	1.773	0,0%
kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	3.490	-17,3%	3.571	2,3%	3.658	2,4%	3.758	2,7%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	15.486	-12,1%	14.712	-5,0%	15.153	3,0%	15.759	4,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	26.517	-6,9%	25.952	-2,1%	26.274	1,2%	26.716	1,7%
Summe kurzfristige Schulden	**49.115**	**-8,2%**	**47.764**	**-2,7%**	**48.668**	**1,9%**	**49.888**	**2,5%**
Summe Passiva	**258.880**	**-2,4%**	**258.928**	**0,0%**	**264.951**	**2,3%**	**271.700**	**2,5%**

Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach Art. 20 Verordnung EU Nr. 596/2014 und Delegierte Verordnung EU 2016/958 einschließlich über mögliche Interessenkonflikte (Disclosures)

Die nachfolgenden Erläuterungen informieren den Leser über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

1. Haftungserklärung

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Die auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Einschätzungen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Analyse dar. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Analyse können wir nicht übernehmen. Die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar, Aktien des Emittenten zu erwerben. Diese Analyse ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und Zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen. Eine Analyse-Publikation kann und soll ein für eine Investition erforderliches Wertpapierprospekt und/oder eine fachkundige Anlageberatung keinesfalls ersetzen. Sie kann daher nicht alleinige Grundlage für die Entscheidung über eine Investition sein.

Urheberrecht an der Analyse wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

2. Pflichtangaben

a) Abschluss der Erstellung: **12.11.2026, 10:00 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **12.11.2026, 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
25.02.26	Schlote	Kaufen	22,90 €	13,30 €	12 Monate
21.04.26	Schlote	Kaufen	20,75 €	13,20 €	12 Monate
11.05.26	Schlote	Kaufen	20,75 €	12,90 €	12 Monate
04.08.26	Löchner	Kaufen	20,75 €	13,90 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.10.2025 - 30.09.2026)		in %	Auftragsresearch	in %
Kaufen	50	80,6%	37	59,7%
Halten	11	17,7%	11	17,7%
Verkaufen	1	1,6%	1	1,6%
Insgesamt	62	100,0%	49	79,0%

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

1. sind am gezeichneten Kapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
2. ist in Besitz einer Nettoverkaufs- oder Nettokaufposition von über 0,5% des Finanzinstruments.
3. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Emittenten federführend oder mitführend.
4. waren Marketmaker oder Liquiditätsspender in den Finanzinstrumenten des Emittenten.
5. 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 □bjektivität 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-□sterweiterung, 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 entsprechenden Vorschriften von § 85 WphG iVm. Art. 37 Delegierte Verordnung EU 2017/565. Dies beinhaltet insbesondere Geschäftsverbote, Informationsschranken, Regeln für Zuwendungen Dritter und zur Vergütung der Mitarbeiter. Die Vergütung der an der Erstellung der Analyse beteiligten Mitarbeiter ist nicht an Geschäfte oder Dienstleistungen nach Anhang I Abschnitt A und B Richtlinie 2014/65/EU oder Handelsgebühren der Solventis 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.