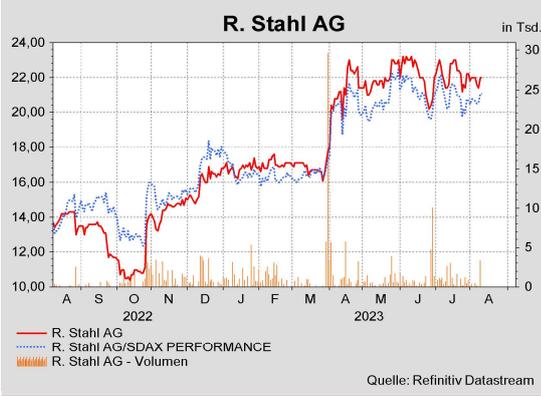


## R. Stahl AG Kaufen (Kaufen)

Kursziel	30,00 € (30,00 €)
Kurspotenzial	36,4%
Kurs (09.08.2023)	22,00 €
ISIN	DE000A1PHB5
Marktkapitalisierung	141,7 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	7,0	5,7	4,5
EV/EBIT	56,5	13,2	9,5	7,1
KGV	53,6	12,1	8,9	6,9
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurs/Buchwert	1,9	1,7	1,4	1,2



### Finanzkalender

- 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

## R. Stahl mit Rekordauftragsbestand von 137,6 Mio. € - Auftragseingang +16,2% im Q2 - Skalierung greift, Margen steigen

Die R. Stahl AG veröffentlichte am 09.08.2023 den Zwischenbericht zum H1'23. Nach einem hervorragenden Q1'23 setzte die Gesellschaft ihren Wachstumskurs im Q2'23 mit etwas weniger Tempo fort. Der Umsatz konnte im H1'23 um 20,2% auf 154,7 Mio. € gesteigert werden. Die Gesamtleistung legte mit 20,8% auf 161,7 Mio. € infolge des saisonalen Aufbaus des Working Capital noch etwas stärker zu. Erfreulicherweise konnte die Profitabilität überproportional erhöht werden. Das EBITDA vor Sondereinflüssen nahm um gut 170% auf 19,0 Mio. € (Vj. 7,0 Mio. €) zu. Für EBIT und EPS – im vergangenen Jahr noch in der Verlustzone – wurden 9,6 Mio. € (Vj. -1,8 Mio. €) und 0,89 € (Vj. -0,97 €) berichtet. Damit hat sich der Turnaround im Q2'23 verstetigt. Die hohen Zuwächse bei Auftragseingang (H1'23: 22,4% yoy auf 186,0 Mio. €) und Auftragsbestand (30.06.23: 44,6% auf 137,6 Mio. €) sprechen für eine Fortsetzung der dynamischen Entwicklung in den kommenden Quartalen. Wir sehen den fairen Wert der R. Stahl-Aktie weiterhin bei 30,00 € und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Alle Absatzmärkte trugen im H1'23 zur positiven Umsatzentwicklung bei, wobei die Region Amerika mit +7,6% yoy das Schlusslicht bildete. Hier rechnet R. Stahl aufgrund bestehender Aufträge mit einer Beschleunigung im H2'23. Der Umsatz in den anderen Regionen entwickelte sich deutlich dynamischer. Treiber war die unverändert hohe Nachfrage aus der Öl- und Gasindustrie inkl. LNG sowie der pharmazeutischen Industrie.

Vor dem Hintergrund des starken Wachstums und der Saisonalität des Geschäfts wurde das Working Capital (WC) im H1'23 ggü. Vj. um 15,8 Mio. € (Vj. 1,7 Mio. €) aufgebaut. Der Hochpunkt des WC wird vermutlich im Q3 erreicht. Die WC-Entwicklung resultierte nach 6 Monaten in einem Free Cashflow (FC) von -5,6 Mio. € nach -2,0 Mio. € 2022. Im Vorjahr war allerdings die Auflösung einer langfristigen Geldanlage über 3,3 Mio. € enthalten, so dass sich der um diesen Effekt bereinigte FC auf Vorjahresniveau bewegte.

Wie CEO Dr. Mathias Hallmann in der Telefonkonferenz mitteilte, steht der Abschluss eines neuen Konsortialkreditvertrags mit einem erhöhten Volumen kurz vor dem Abschluss. Der bestehende Vertrag hat ein Volumen von 70 Mio. € mit einer Erhöhungsmöglichkeit um 25 Mio. €.

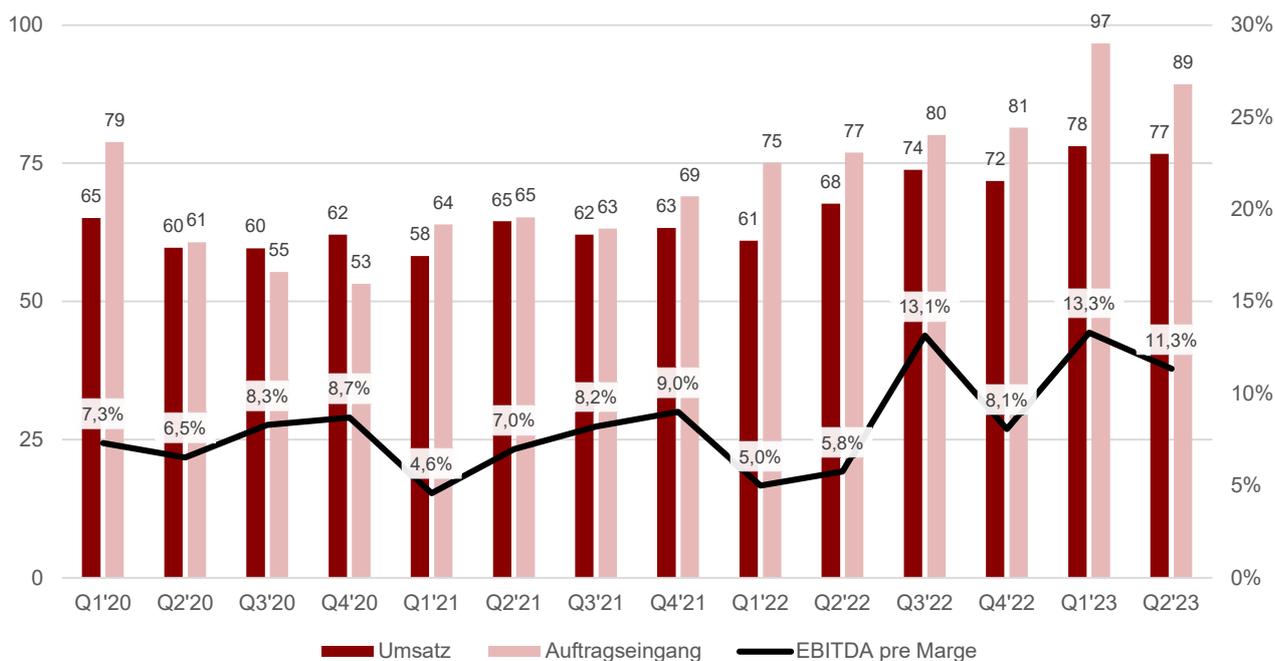
Die Guidance für Umsatz (305 - 320 Mio. €) und EBITDA pre\* (30 - 36 Mio. €) für das Gesamtjahr 2023 wurde bestätigt, wobei jetzt jeweils der obere Bereich der Spanne in Aussicht gestellt wird. Das geht mit einer höheren Mittelbindung durch das Working Capital einher, zumal die Bevorratung mit kritischen Komponenten wie Chips Vorrang hat. Das hat zur Folge, dass R. Stahl jetzt einen geringeren Free Cashflow im niedrigen einstelligen negativen Mio. €-Bereich – statt im niedrigen einstelligen positiven Mio. €-Bereich – erwartet. Die Nettoverschuldung soll nun höher statt geringer ausfallen. Ein gleichbleibendes Zinsniveau zur Bewertung der Pensionsverpflichtungen unterstellt, soll die Eigenkapitalquote weiterhin leicht zulegen (Ende 2022: 27,5%).

\*EBITDA pre ist eine R. Stahl-Kennzahl für das EBITDA vor Sondereinflüssen

Ein Risiko bleibt die **25%-Beteiligung an der russischen ZAVOD Goreltex (ZG)**. Im H1'23 betrug der **Ergebnisbeitrag** von ZG 1,6 Mio. € (Vj. 1,1 Mio. €). Für 2021 wurde eine Dividende gezahlt, die in monatlichen Raten über 10 Mio. Rubel (~110.000 €, 90 Rubel/€) bis Februar 2024 an R. Stahl fließt. Es ist offen, ob ZG auch für 2022 eine Dividende zahlen wird. Der Buchwert der At-Equity-Beteiligung lag zum 30.06. bei 10,7 Mio. € (Ende 2022: 11,5 Mio. €). Die ergebnisneutrale Abschreibung hängt mit dem schwachen Rubel im H1'23 zusammen, dessen Impact auf die Bewertung durch die sehr gute operative Entwicklung von ZG abgedeckt wurde. **Operativ bestehen keine Geschäftsbeziehungen zu ZG.**

Steigende **Auftragseingänge** und ein **Rekordauftragsbestand** führten im H1'23 zu einem **Umsatzanstieg** um 20,2% auf 154,7 Mio. € (Vj. 128,7 Mio. €), wozu auch Preiserhöhungen beitrugen. Die **Gesamtleistung** legte mit 20,8% auf 161,7 Mio. € (Vj. 133,9 Mio. €) noch stärker zu. Ursache war ein höherer Bestand an fertigen und unfertigen Erzeugnissen. Die **Materialaufwandsquote** fiel mit 34,2% etwas geringer aus als im Vorjahr (35,0%), was auch mit den Preiserhöhungen auf der Produktseite zusammenhängt. Der **Personalaufwand** erhöhte sich im H1'23 ggü. Vj. **unterproportional** mit der Folge, dass sich die **Personalaufwandsquote** auf 40,1% (Vj. 47,4%) verringerte. Die Effekte aus dem Personalaufbau und den Tarifabschlüssen werden im H2'23 dazu führen, dass die Personalaufwandsquote wieder ansteigt. Infolge der Skalierung wird die Personalaufwandsquote ganzjährig aber unter dem Vorjahreswert von 43,3% bleiben. Der Saldo aus sonstigen betrieblichen Aufwendungen und sonstigen betrieblichen Erträgen wurde im H1'23 mit -23,5 Mio. € (Vj. -17,2 Mio. €) berichtet. Dazu trugen Wechselkurs- und Entkonsolidierungseffekte mit -2,5 Mio. € bei.

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



Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

Die R. Stahl-Steuerungsgröße „**EBITDA vor Sondereinflüssen**“ hat sich im H1'23 mit 19,0 Mio. € ggü. Vj. mehr als verdoppelt. Dazu ergab sich eine auf 12,3% (Vj. 5,4%) verbesserte Marge. Die Sondereinflüsse von -0,9 Mio. € im H1'23 (Vj. -0,6 Mio. €) resultierten vor allem aus der **Entkonsolidierung und Liquidierung** von zwei Auslandsgesellschaften. **Inkl. Sondereinflüssen** ergab sich ein EBITDA von 18,2 Mio. € nach 6,4 Mio. € im Vorjahr.

Die Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte des Anlagevermögens und Sachanlagen stiegen im H1'23 auf 8,6 Mio. € (Vj. 8,2 Mio. €). Nach Abschreibungen ergab sich ein **EBIT** von 9,6 Mio. € (Vj. -1,8 Mio. €).

Das **Finanzergebnis** verbesserte sich im H1'23 auf -1,6 Mio. € (Vj. -3,6 Mio. €). Infolge des höheren Zinsniveaus stieg der Zinsaufwand auf 3,2 Mio. € (Vj. 1,6 Mio. €). ZG steuerte 1,6 Mio. € (Vj. 1,1 Mio. €) zum Finanzergebnis bei. Im Vorjahr war eine Wertberichtigung auf ZG von 3,1 Mio. € enthalten gewesen, deren Wegfall das verbesserte Finanzergebnis ermöglichte.

Die **Ertragsteuern** belasteten mit 2,3 Mio. € (Vj. 0,9 Mio. €).

Insgesamt konnte das **Konzernergebnis** deutlich besser werden. Es erreichte 5,7 Mio. € nach einem Verlust von 6,3 Mio. € im Vorjahr. Nach Abzug der Minderheiten ergab sich ein EPS von 0,89 € (Vj. -0,97 €).

## Bewertung

Wir haben nach der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen keine Änderungen am Modell vorgenommen. R. Stahl ist zuversichtlich gestimmt, dass Sie das obere Ende ihrer Ziele erreichen. Mit unserer EBITDA-Schätzung von 35,3 Mio. € liegen wir ebenfalls am oberen Ende.

Aus Basis unseres DCF-Modells bestätigen wir den fairen Wert von 30,11 € je R. Stahl-Aktie und das **Kursziel von 30,00 €**. 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%
<i>in % des Unternehmenswerts</i>	<b>67,4%</b>	Ewiges Wachstum	1,0%	WACC 7,2%	30,26	31,53	32,90	34,38	35,99
<b>Unternehmenswerts</b>	<b>310.477</b>	WACC	7,7%	WACC 7,4%	29,01	30,18	31,45	32,81	34,29
Netto-Finanzschulden	116.578			WACC 7,7%	27,85	28,94	<b>30,11</b>	31,37	32,73
Minderheiten	0			WACC 7,9%	26,77	27,78	28,87	30,03	31,29
Beteiligungen	0			WACC 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			WACC 7,2%	28,39	30,64	32,90	35,15	37,40
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>30,11</b>			WACC 7,4%	27,13	29,29	31,45	33,61	35,77
				WACC 7,7%	25,96	28,03	<b>30,11</b>	32,18	34,26
				WACC 7,9%	24,88	26,87	28,87	30,86	32,86
				WACC 8,2%	23,87	25,79	27,71	29,63	31,55

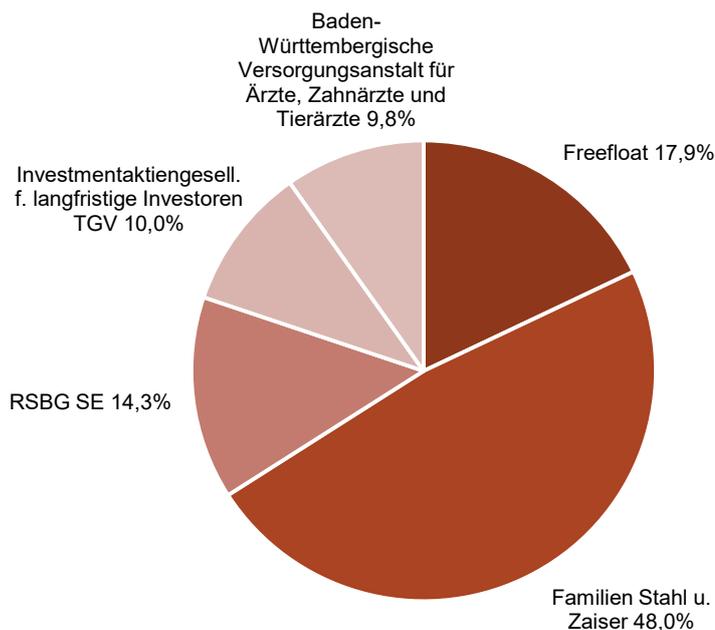
Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

### 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% Punkte 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. €)**

	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%
<b>Rohergebnis nach GKV</b>	<b>195.101</b>	<b>10,3%</b>	<b>220.454</b>	<b>13,0%</b>	<b>246.992</b>	<b>12,0%</b>	<b>271.748</b>	<b>10,0%</b>
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	>-1000,0%	-2.184	4,0%	-2.104	3,7%
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern (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	7.974	-2,7%	9.090	14,0%	10.181	12,0%	11.199	10,0%
Finanzverbindlichkeiten	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	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: **10.08.2023, 14:20 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **10.08.2023, 15:00 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
13.06.23	Schlote, Löchner	Kaufen	30,00 €	23,20 €	12 Monate
10.08.23	Schlote	Kaufen	30,00 €	22,00 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.07.22 - 30.06.23)		in %	Auftragsresearch	in %
Kaufen	58	93,5%	49	79,0%
Halten	3	4,8%	3	4,8%
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%
Ausgesetzt	1	1,6%	1	1,6%
Insgesamt	62	100,0%	53	85,5%

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, Dennis Watz.

b) Ersteller

**Klaus Schlote, CEFA-Analyst**

#### **5. Erläuterung der Einschätzung der Solventis Beteiligungen GmbH / der zugrunde gelegten Annahmen**

- Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 10% aufweisen.
- Halten: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursgewinn und/oder einen absoluten Kursverlust von 10% nicht überschreiten.
- Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursverlust von mindestens 10% aufweisen.

Unabhängig von der vorgenommenen Einschätzung bestehen nach der Empfindlichkeitsanalyse deutliche Risiken aufgrund einer Änderung der zugrunde gelegten Annahmen. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck, bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten und bei der Angebotssituation für produktionsnotwendige Materialien, sowie der Nichteintritt der unterstellten Entwicklung. Solche Schwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, Veränderungen der Konjunktur, Rechts- und Währungskursänderungen ergeben. Diese Erörterung von Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

#### **6. Wesentliche Informationsquellen**

In- und ausländische Medien wie Informationsdienste (z.B. VWD, Refinitiv u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, Wallstreet Journal, Financial Times u. a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, das Internet sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten.

#### **7. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen und Methoden**

Einzelemittenten: Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u. a. DCF-Methode, Excess-Return-Modell, Dividendendiskontierungsmodell und Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Wert des Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Zahlungsströme, d.h. des Barwertes der zukünftigen Zahlungsströme des Emittenten, darstellt. Der Wert wird somit durch die erwarteten künftigen Zahlungsströme und durch den angewandten Diskontierungssatz bestimmt. Für das Excess-Return-Modell und das Dividendendiskontierungsmodell werden Standardmodelle verwendet. In der Peergroup-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/ Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Informationen zu den Modellen finden sich z.B. hier: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Thematische Ausarbeitungen: Es wird die Auswirkung bestimmter Entwicklungen (z.B. EU-Osterweiterung, steigende Strompreise) auf verschiedene Emittenten dadurch ermittelt, dass die veröffentlichte Geschäfts-, Ertrags-, Kosten- und Umsatzstruktur des Emittenten der unterstellten Entwicklung zugrunde gelegt wird.

#### **8. Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten**

Mitarbeiter der Solventis Beteiligungen GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind und Personen, die zur Analyse vor Weitergabe Zugang haben oder haben können, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechenden Vorschriften von § 85 WpHG iVm. Art. 37 Delegierte Verordnung EU 2017/565. Dies beinhaltet insbesondere Geschäftsverbote, Informationsschranken, Regeln für Zuwendungen Dritter und zur Vergütung der Mitarbeiter. Die Vergütung der an der Erstellung der Analyse beteiligten Mitarbeiter ist nicht an Geschäfte oder Dienstleistungen nach Anhang I Abschnitt A und B Richtlinie 2014/65/EU oder Handelsgebühren der Solventis Beteiligungen GmbH oder verbundener Unternehmen gebunden.

#### **9. Adressaten**

Analysen der Solventis Beteiligungen GmbH richten sich an Geeignete Gegenparteien sowie professionelle Kunden. Sie sind daher nicht geeignet, an Privatkunden weitergegeben zu werden, es sei denn, (i) eine Finanzanalyse wurde von der Solventis Beteiligungen GmbH ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (ii) ihre ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in einem Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Anlageempfehlungen verstehen und bewerten zu können. Analysen werden für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum und der Schweiz freigegeben.

**Mit Annahme der Analyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.**