

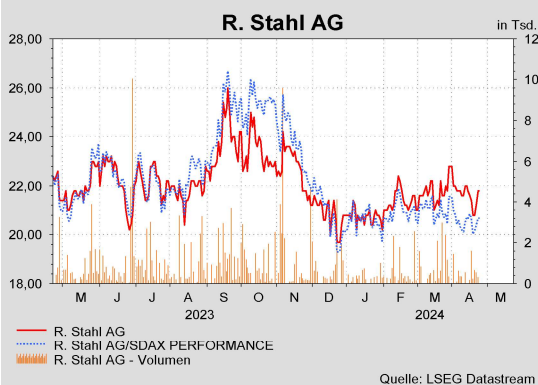
## R. Stahl AG

### Kaufen (Kaufen)

Kursziel	30,00 € (30,00 €)
Kurspotenzial	37,6%
Kurs (23.04.2024)	21,80 €
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	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	7,1	6,6	5,3	4,5
EV/EBIT	13,5	11,7	9,0	7,2
KGv	686,9	11,4	8,6	6,7
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	4,6%	7,4%
Kurs/Buchwert	2,1	1,8	1,5	1,3



#### Finanzkalender

- 08.05.2024: Q1'2024-Bericht
- 27.06.2024: Hauptversammlung
- 08.08.2024: Halbjahresbericht

#### Aktionärsstruktur

46,0%	Familien Stahl und Zaiser
14,3%	RSBG SE
10,0%	Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV
9,8%	BaWü Versorgungsanstalt für Ärzte, Zahnärzte und Tierärzte
19,9%	Freefloat

#### Analysten

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

## Vorerst Margen- und Kostenkontrolle im Fokus, Internationalisierung sichert Wachstum ab, starker Auftragseingang im Q1'24

Mit Vorlage des GB 2023 bestätigte R. Stahl die vorläufigen Zahlen: Auftragseingang 342,5 Mio. € (+9,3%), Konzernumsatz 330,6 Mio. € (+20,5%), EBITDA pre<sup>1</sup> 38,6 Mio. € (+73,0%). Die vollständige, nicht liquiditätswirksame Wertberichterstattung der 25% At-Equity-Beteiligung an der russischen ZAVOD Goreltex belastete das Konzernergebnis via Finanzergebnis mit 15,4 Mio. €. In der Folge wurde ein Gewinn von 0,2 Mio. € (Vj. 1,9 Mio. €) ausgewiesen. Der Auftragseingang kletterte im Q1'24 auf 92,3 Mio. €, was nahezu dem Rekordvolumen des Vorjahresquartals entsprach. Alle bekannten Branchen wie die Petrochemie inkl. Green Field Projekte und die AKW-Branche trugen dazu bei. Der Ausblick ist mit einem Umsatz von 335 Mio. € bis 350 Mio. € und eine EBITDA pre von 35 Mio. € bis 45 Mio. € eher verhalten. Erfreulich ist, dass der Free Cashflow weiter auf einen mittleren einstelligen Mio. €-Betrag steigen soll, wozu ein geringeres Working Capital beiträgt. Wir bestätigen das Kursziel von 30 € und das Kaufvotum für die R. Stahl-Aktie.

Der Auftragseingang (AE) erreichte im Q1'23 mit 96,7 Mio. € einen Rekordwert. In den Folgequartalen gab der AE bis auf 74,5 Mio. € im Q4'23 nach. Darin kommt auch der Lagerabbau der Kunden infolge normalisierter Lieferketten zum Ausdruck, der branchenweit zu beobachten war. Ein starker Orderflow aus der AKW-Branche und der Petrochemie inkl. Green Field Projekten ließ den AE im Q1'24 auf 92,3 Mio. € klettern, was zuversichtlich nach vorne schauen lässt. Der Auftragsbestand wurde per Ende 2023 mit 115,1 Mio. € (Vj. 109,4 Mio. €) berichtet.

Die Belastung aus Goreltex wurden im EBITDA pre nicht bereinigt. Das EBITDA pre wäre sonst mit 40,6 Mio. € um 2 Mio. € höher ausgefallen. Die Effekte aus Goreltex zeigen sich vor allem im Finanzergebnis, das auf -17,1 Mio. € (Vj. 0,0 Mio. €) gedrückt wurde. Das um Goreltex bereinigte Konzernergebnis hätte 12,7 Mio. € betragen oder 1,97 € je Aktie (Vj. 0,30 €).

Neben dem AE berichtete R. Stahl für Q1'24 einen Umsatz von 84,7 Mio. € (+8,5%) yoy) und ein EBITDA pre von 8,4 Mio. € (Vj. 10,4 Mio. € bei einer Marge von 9,9%, Vj. 13,3%). Die Abschwächung ist auf eine höhere Materialaufwandsquote und Personalkosten sowie Einmaleffekten aus „EXcelerate“ (s.u.) zurückzuführen.

2023 wurde „EXcelerate“ zur Umsetzung der Konzernstrategie neu aufgesetzt. Die Implementierung soll bis Mitte 2025 erfolgen. Das Programm setzt bei den globalen Finanz- und Controlling-Prozessen an und wird die weltweite Steuerung des Konzerns verbessern. „EXcelerate“ kostete im Q1'24 ~2 Mio. €, die nicht bereinigt werden.

Unverändert ist es Ziel der Konzernstrategie, das Wachstumspotenzial in den unterrepräsentierten Regionen – wie USA, Asien, Naher Osten – zu erschließen.

Schnelle Marktanteilsgewinne sind in der Branche untypisch. Kurzfristig spürt R. Stahl noch die verhaltene Konjunktur z.B. in der Chemie. Entsprechend liegt die Management-Attention vorerst auf der Margen- und Kostenkontrolle. Mittel- bis langfristig sind die Aussichten infolge der intakten Megatrends wie Dekarbonisierung, Energiebedarf, Demographie unverändert positiv.

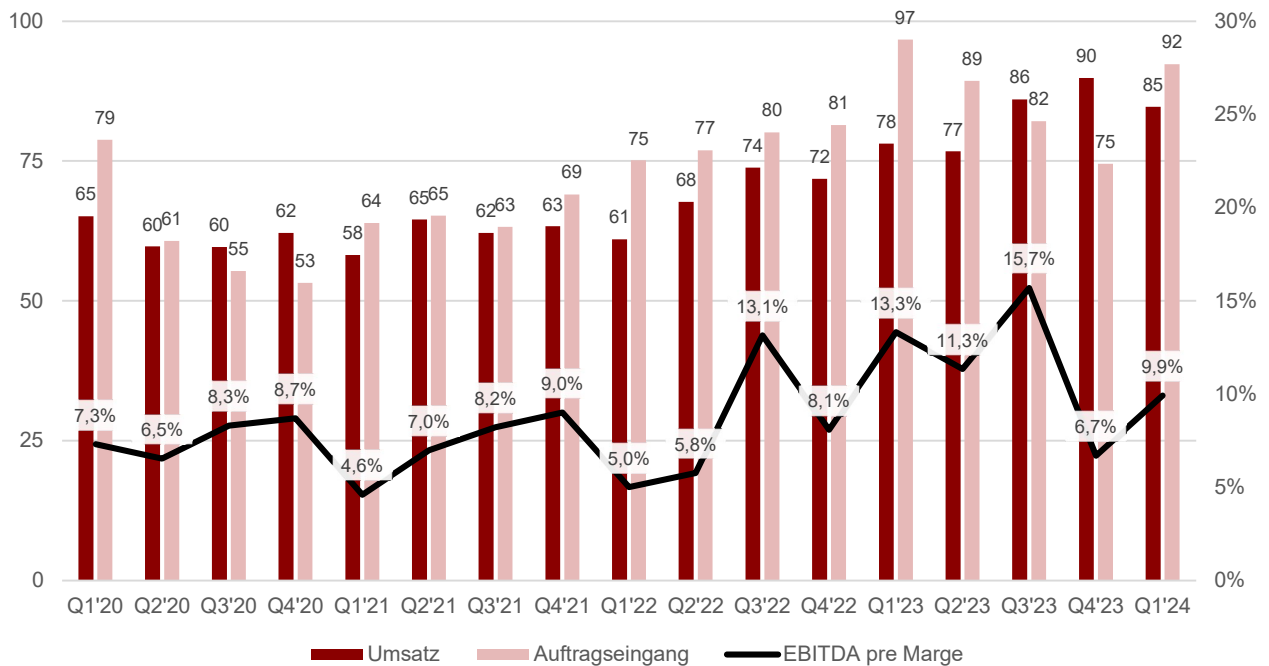
\*EBITDA pre ist eine R. Stahl-Kennzahl für das EBITDA vor Sondereinflüssen: 2023 -2,0 Mio. € (Vj. -1,7 Mio. €) für Abfindungen und sonstige Aufwendungen.

### GuV: Wachstum in allen Regionen – Wertberichtigung drückt aufs Ergebnis

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2023 konnte R. Stahl den **Umsatz** um 20,5% auf 330,6 Mio. € steigern. Dabei wurde in allen Regionen ein Umsatzwachstum erzielt. Am stärksten war das Wachstum in der **Zentralregion**, wo der Umsatz um 24,8% auf 146,8 Mio. € zulegte. Wachstumstreiber waren die Chemie- und Pharmabranche sowie der Öl- und Gassektor und hier insbesondere der Teilbereich LNG. Sehr gut entwickelte sich auch die Region **Asien/Pazifik** mit einem Umsatzplus von 23,7% auf 65,9 Mio. €. Besonders stark war hier die Nachfrage aus der Zulieferindustrie für die Prozesstechnik, die dann z.B. im Schiffbau oder der Petrochemie zum Einsatz kommt. Bemerkenswert war auch das Wachstum in **Deutschland**. Aufgrund der guten Nachfrage aus der chemischen und pharmazeutischen Industrie stieg der Umsatz um 16,3% auf 83,5 Mio. €. Das geringste Wachstum verzeichnete R. Stahl in **Amerika**. Hier legte der Umsatz um 8,6% auf 34,3 Mio. € nach +40% im Vorjahr zu. Positiv entwickelte sich hier das Geschäft mit der Öl- und Gasindustrie.

Basis für das Umsatzwachstum war der **Auftragseingang**, der sich um 9,3% auf 342,5 Mio. € erhöhte. Eine steigende Nachfrage gab es in den Bereichen LNG- und Gasindustrie sowie Pharma. Rückläufig waren dagegen die Bestellungen europäischer Chemieunternehmen. R. Stahl profitierte 2023 von einem sehr guten Jahresauftakt. In den Folgequartalen gingen die Auftragsgänge sukzessive zurück. Erfreulicherweise konnte dieser Trend im Q1'24 gestoppt werden. Der Auftragsbestand lag Ende 2024 bei 115,1 Mio. € (Vj. 109,4 Mio. €).

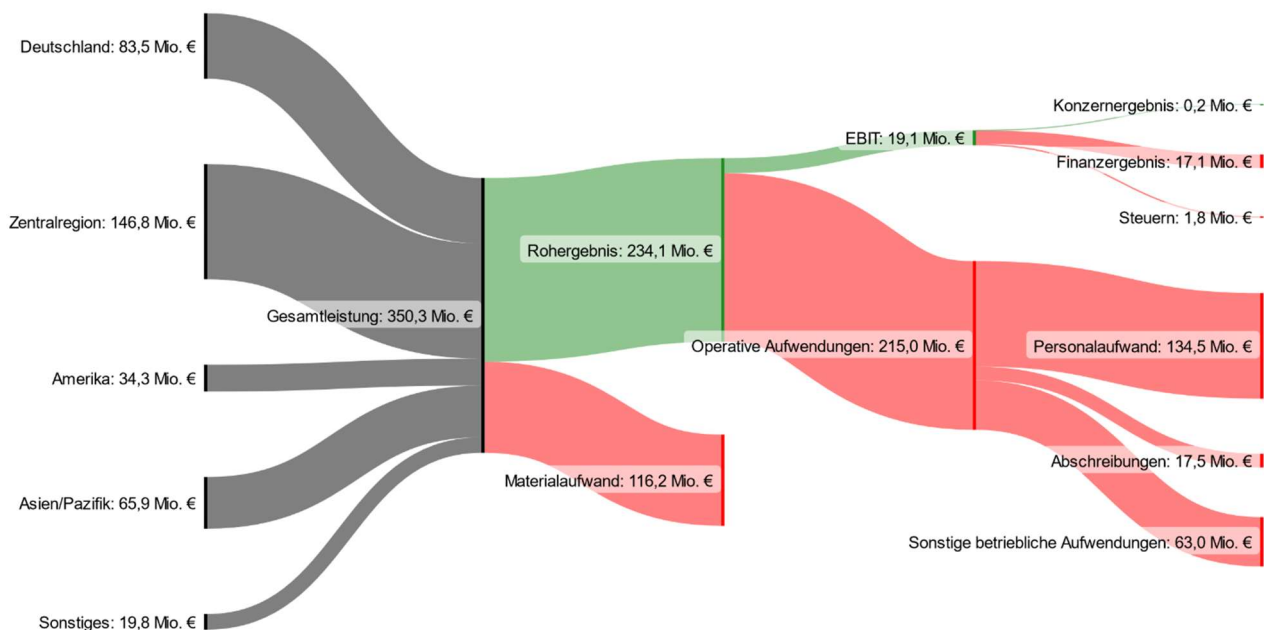
### R. Stahl: Entwicklung Umsatz, Auftragseingang und EBITDA pre Marge



Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

Etwas stärker als der Umsatz stieg die **Gesamtleistung** mit 20,7 % auf 340,4 Mio. € (Vj. 282,0 Mio. €). Dies ist auf eine Erhöhung des Bestands an fertigen und unfertigen Erzeugnissen (+5,8 Mio. €, Vj. 2,6 Mio. €) zurückzuführen. Die aktivierten Eigenleistungen waren mit 4,1 Mio. € 19,2% niedriger als im Vorjahr.

### R. Stahl: GuV 2023



Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

Trotz der hohen Inflation hatte R. Stahl die Kosten im Griff. So stiegen die Aufwendungen für Personal (134,5 Mio. €, +10,2%) und Material (116,2 Mio. €, +15,7%) unterproportional. Diese Effekte spiegeln sich im **EBITDA** wider, das sich um 78,0% auf 36,6 Mio. € verbesserte. Das von R. Stahl für den Ausblick verwendete EBITDA vor Sondereinflüssen verzeichnete mit 73,0% ebenfalls einen kräftigen Anstieg auf 38,6 Mio. € (Vj. 22,3 Mio. €). Dies entspricht einer EBITDA-Marge vor Sondereinflüssen von 11,7% (Vj. 8,1%) und inkl. Sondereinflüssen von 11,1% (Vj. 7,5%).

Auf die Sondereinflüsse entfielen 2,0 Mio. € (Vj. 1,7 Mio. €), die sich aus 1,2 Mio. € für Abfindungen und 0,8 Mio. € für sonstige Aufwendungen zusammensetzten.

Nach Abschreibungen von 17,5 Mio. € (Vj. 16,7 Mio. €) lag das **EBIT** bei 19,1 Mio. € (Vj. 3,9 Mio. €). Mit -17,1 Mio. € (Vj. 0,0 Mio. €) belastete das Finanzergebnis erheblich. Hintergrund ist die vollständige Wertberichtigung auf die russische Beteiligung ZAVOD Goreltex Co. LTD. Insgesamt belastet diese Thematik die GuV mit 15,4 Mio. €.

Dies führte zu einem Rückgang des **EBT** auf 2,0 Mio. € (Vj. 3,8 Mio. €). Nach Steuern und Anteilen Dritter ergab sich ein **Konzernergebnis** von 0,2 Mio. € (Vj. 1,9 Mio. €).

## **Bilanz: Working Capital steigt an – Beteiligung an ZAVOD Goreltex komplett abgeschrieben**

Die Bilanzsumme belief sich zum 31.12.2023 auf 271,4 Mio. € (Vj. 259,7 Mio. €). Wachstumsbedingt kam es zu einem Anstieg des Working Capital. Am deutlichsten fiel dieser bei den **Vorräten** aus, die um 30,3% auf 63,8 Mio. € zunahmen. Dies ist ein wesentlicher Grund für den Rückgang der **liquiden Mittel** auf 11,5 Mio. € (Vj. 16,1 Mio. €). Aufgrund der vollständigen Wertberichtigung bei der russischen Beteiligung ZAVOD Goreltex reduzierte sich die Position „**Beteiligungen an assoziierten Unternehmen**“ auf 0,0 Mio. € (Vj. 11,5 Mio. €).

Das **Eigenkapital** verringerte sich im Wesentlichen aufgrund höherer Pensionsrückstellungen (69,2 Mio. €, Vj. 64,2 Mio. €) auf 67,7 Mio. € (Vj. 71,3 Mio. €). Daraus ergibt sich eine **EK-Quote von 25,0%** (Vj. 27,5%). Die **kurzfristigen Bankverbindlichkeiten** legten auf 46,9 Mio. € (Vj. 44,1 Mio. €) zu. Die **sonstigen Verbindlichkeiten** wuchsen um 48% auf 13,7 Mio. €. Ursächlich waren eine Inflationsprämie für Mitarbeiter (1,6 Mio. €) und ein Vergleich mit einem Kunden (1,8 Mio. €).

## **Free Cashflow erreicht positiven Bereich**

2023 verbuchte R. Stahl einen **Free Cashflow** von 0,3 Mio. € (Vj. -4,4 Mio. €). Dies ist auf die Verbesserung des **operativen Cashflows** auf 14,2 Mio. € (Vj. 6,0 Mio. €) zurückzuführen. Wesentlicher Treiber war die erfreuliche operative Entwicklung. Belastet wurde der operative Cashflow durch das höhere Working Capital. Der **Cashflow aus Investitionstätigkeit** stieg auf 13,9 Mio. € (Vj. 10,4 Mio. €) und der **Cashflow aus Finanzierungstätigkeit** verringerte sich auf -4,4 Mio. € (Vj. 14,3 Mio. €).

## **Ausblick 2024**

Mit dem GB 2023 veröffentlichte R. Stahl auch die folgende **Guidance für 2024**:

- **Umsatz:** 335 bis 350 Mio. € (2023: 330,6 Mio. €)
- **EBITDA pre:** 35 bis 45 Mio. € (2023: 38,6 Mio. €)
- **Free Cashflow:** mittlerer einstelliger Mio. €-Betrag (2023: 0,3 Mio. €)
- **EK-Quote:** Steigerung (2023: 25%)

Aufgrund des hohen Auftragsbestands und des guten Auftragseingangs im Q1'24, geht der Vorstand auch für **2024** von einem **Umsatzwachstum** aus. Wachstumstreiber soll dabei der Bereich Öl- und Gas sein, wo u.a. Großprojekte im **H2'2024** zu einem **Schub** beim Umsatzwachstum führen sollen. Im Bereich Chemie wird eine zunehmende Stabilisierung der Nachfrage erwartet. Der Pharmabereich sollte zumindest stabil bleiben. Risiken sieht das Unternehmen in der Inflations- und Zinsentwicklung sowie in der geopolitischen Lage, die sich negativ auf die Lieferketten und Rohstoffpreise auswirken könnte.

Beim **EBITDA pre** rechnet R. Stahl mit einer stabilen Entwicklung bei konstanter Materialquote. Deutlich verbessern wird sich hingegen das **Konzernergebnis**, das 2023 durch die Wertberichtigung auf ZAVOD Goreltex belastet wurde. Aufgrund des aufgelaufenen Bilanzverlustes der R. Stahl AG nach HGB wird auch für 2024 keine **Dividende** ausgeschüttet.

Die **Nettoverschuldung** soll sich 2024 aufgrund des erwarteten positiven Free Cashflows reduzieren.

## Bewertung

Auf Basis des Geschäftsberichts 2023 haben wir unser DCF-Modell angepasst. Für 2024 erwarten wir nun einen Umsatz von 342,5 Mio. € (Vorher: 353,7 Mio. €) und ein EBITDA von 40,0 Mio. € (Vorher: 43,8 Mio. €). Die Wachstumsraten für den Umsatz haben wir für die Jahre 2025 ff. unverändert belassen. Unsere Schätzungen für die EBIT-Marge haben wir leicht gesenkt. Als fairen Wert erhalten wir nun 29,92 € je Aktie (Vorher: 31,60 €).

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

### 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>	<i>71,2%</i>	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	

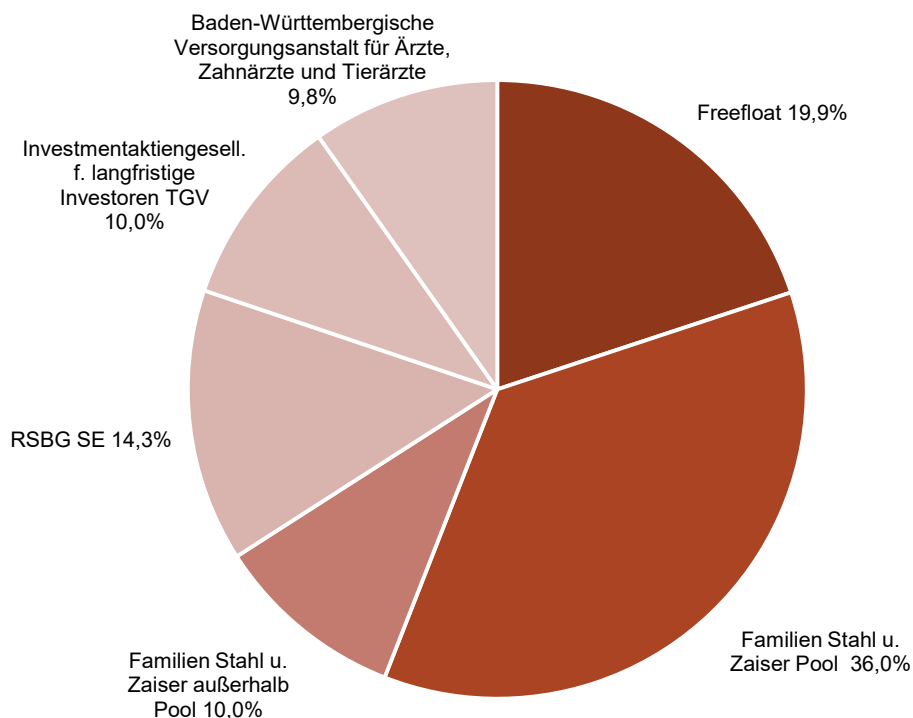
Quelle: Solventis Research, R. Stahl AG

### 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: **24.04.2024, 10:25 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **24.04.2024, 11:30 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
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
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

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.04.23 - 31.03.24)			Auftragsresearch	
		in %		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.

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 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; Nico Löchner, Senior-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.**