

KLAUS SCHLOTE
 TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 651
 KSCHLOTE@SOLVENTIS.DE

ULF VAN LENGERICH
 TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 654
 ULENGERICH@SOLVENTIS.DE

DENNIS WATZ
 TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 652
 DWATZ@SOLVENTIS.DE

NICO LÖCHNER
 TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 653
 NLOECHNER@SOLVENTIS.DE

Scherzer & Co. AG

Squeeze-Out Ankündigung beim Top 10-Wert Audi

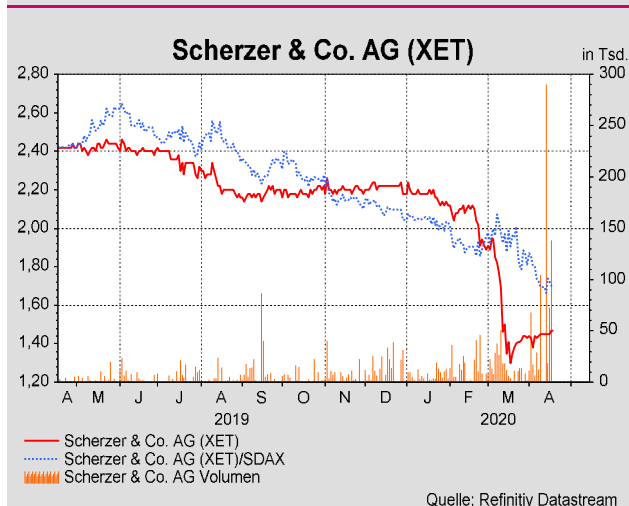
Kaufen (Halten)

Kursziel	2,00 € (2,40 €)
Kurspotential	36,1%
Kurs (17.04.2020)	1,47 €
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung	44,0 Mio. €
Anzahl Aktien	29,94 Mio.
Marktsegment	Scale
Homepage	www.scherzer-ag.de

Kennzahlen und Prognosen

	2019	2020e	2021e	2022e
Ergebnis je Aktie (€)	-0,08	0,15	0,16	0,17
Buchwert je Aktie* (€)	1,82	1,97	2,08	2,20
KGV	n. m.	9,8	9,1	8,6
Kurs/Buchwert	1,20	0,74	0,70	0,66
ROE	-4,1%	7,9%	7,9%	7,9%
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,05	0,05
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	3,4%	3,4%

*ohne Nachbesserungsrechte



Finanzkalender

- 28.05.2020: Hauptversammlung
- 02.10.2020: Aufsichtsratssitzung
- 02.12.2020: Aufsichtsratssitzung

Das abgelaufene Gj. 2019 gestaltete sich für die Scherzer & Co. AG schwierig. Es wurde ein Jahresfehlbetrag von 2,3 Mio. € (Vj. -0,9 Mio. €) bzw. ein EPS von -0,08 € (Vj. -0,03 €) erwirtschaftet. Der NAV konnte 2019 mit 2,30 € je Aktie (Vj. 2,31 €) zwar in etwa gehalten werden, das vergleicht sich aber mit dem DAX und dem marktbreiteren CDAX, die jeweils um gut 25% haussierten. Bedingt durch das Coronavirus kam es seit dem 24.02. innerhalb kurzer Zeit zu starken Einbrüchen an den Börsen. DAX und CDAX verloren im Q1'2020 jeweils rund 25% an Wert. Diesem schwierigen Kapitalmarktumfeld konnte sich Scherzer nicht entziehen. Bis zum Ultimo März kam es zu einem NAV-Rückgang um 26,1% auf 1,70 €. Damit liegt die Performance von Scherzer auf Marktniveau.

Profitieren konnte Scherzer zuletzt von den angekündigten Squeeze-Outs (SO) bei Audi und MAN. Nach unserem Excess-Return-Modell und unter Berücksichtigung eines Kursabschlags von 15,9% ermitteln wir einen fairen Wert von 2,00 € (bisher 2,40 €) je Scherzer-Aktie. Wir stufen die Scherzer-Aktie von Halten auf Kaufen hoch.

Zum 31.03 notierte die Scherzer-Aktie mit einem deutlichen Abschlag von 15,9% auf den NAV. 2019 wurde die Scherzer-Aktie noch mit einem Aufschlag auf den NAV gehandelt. Für einen Aufschlag sprechen insbesondere die in der Regel nicht bilanzierten Nachbesserungsrechte im Volumen von 126 Mio. €. Diese Diskrepanz haben jüngst die Vorstände Dr. Georg Issels und Hans Peter Neuroth genutzt, und für über 135 Tsd. € Scherzer-Aktien gekauft.

In den Top 10-Positionen kam es, verglichen mit dem Stand unserer letzten Studie (09.12.), nur zu geringen Veränderungen. Einzig ZEAL Network ist neu in die Top 10 aufgestiegen. Dafür ist K+S rausgefallen. Ansonsten gab es nur Verschiebungen innerhalb der Top 10 Positionen. Mit einem Anteil von 10,7% am Portfolio ist Audi aktuell die größte Position.

Im Oktober 2019 wurde der Vorstandsvertrag von Dr. Georg Issels um weitere 3 Jahre bis zum 31.12.2022 verlängert. Damit herrscht Kontinuität an der Spitze der Gesellschaft und die bewährte Zusammenarbeit mit dem Vorstand Hans Peter Neuroth kann fortgesetzt werden.

Für 2019 schlägt der Vorstand keine Dividende vor, da die Voraussetzungen für eine Dividende – ein positives Ergebnis sowie ein Anstieg des NAVs – nicht gegeben sind. Die HV soll unverändert am 28.05 stattfinden, sofern dies aufgrund des Coronavirus möglich ist.

Squeeze-out Ankündigung bei Audi

Seit 1971 besteht zwischen **Audi** und VW ein Beherrschung- und Gewinnabführungsvertrag. In den letzten knapp 50 Jahren hat VW keine Anstalten gemacht, Audi komplett von der Börse zu nehmen. Zuletzt hatte VW im Q3'2018 weitere 0,09% erworben und hält seitdem 99,64% der Audi-Aktien. Mit dem am 28.02.2020 angekündigtem SO hat das lange Warten nun ein Ende. Auf Basis unseres Ertragswertmodells ermitteln wir als Untergrenze für die Abfindung einen Wert von 1.065 € je Audi-Aktie. Dabei setzen wir ein Beta von 1,4, einen risikofreien Zinssatz von 0,1% und eine Marktrisikoprämie von 5,75% an. Daraus ergibt sich bei der quasi schuldenfreien Audi ein WACC von 8,25%. Im TV unterstellen wir eine EBIT-Marge von 9% und bewegen uns damit am unteren Ende des langfristigen Zielkorridors von 9% - 11% für die EBIT-Marge. Zum 31.12.2019 weist Audi eine Nettoliquidität (liquide Mittel ./ Finanzverbindlichkeiten) von 21,8 Mrd. € aus. Der größte Teil der liquiden Mittel dürfte nicht betriebsnotwendig sein, da Audi bei VW zum Ultimo 2019 ~10,8 Mrd. € angelegt hat. Bei Annahme einer Marktrisikoprämie von 5,0%, die vom OLG München regelmäßig in Spruchverfahren verwendet werden, ergibt sich bei sonst gleichen Parametern ein Wert von 1.232 € je Audi-Aktie. Schwer abschätzen lassen sich der negative Effekt durch das Coronavirus und damit einhergehende Bewertungseffekte.

Scherzer hält rund 7.500 Audi-Aktien. Eine Werterhöhung um 100 € je Audi-Aktie hat einen positiven Effekt auf den NAV von 750 Tsd. € oder 0,025 € je Scherzer-Aktie. Ebenfalls profitieren konnte Scherzer von dem angekündigten SO bei **MAN**.

Am 07.02.2020 hatte Scherzer mitgeteilt, eine Beteiligung an der **Arcandor AG** in Höhe von 24,52% zu halten. Davon werden 21,53% direkt von Scherzer gehalten und weitere 2,99% Scherzer zugerechnet. Ziel ist die Durchführung eines Insolvenzplanverfahrens bei der Arcandor AG, um so eine Revitalisierung des Mantels zu erreichen. Im Moment wird eine Machbarkeitsstudie durchgeführt, deren Ergebnis wie auch die nächsten Schritte offen sind. Das größte Asset dürften die Verlustvorträge der Arcandor AG sein, die sich auf über 6 Mrd. € summieren.

Die neue Top 10-Position **ZEAL Network SE** ist ein Anbieter von staatlichen Lotterievermögen im Internet. Mit der 2019 vollzogenen Übernahme von Lotto24 wechselte ZEAL Network das Geschäftsmodell vom Zweitlotteriegeschäft auf ein reines Lotterievermittlungsgeschäft. Das neue Geschäftsmodell ist deutlich risikoärmer. Während beim Zweitlotteriegeschäft ein echtes Jackpot-Risiko besteht, kassiert ZEAL nun eine Provision für jeden vermittelten Schein. Gewinne von Kunden werden einfach nur durchgereicht. Für das GJ. 2019 plant ZEAL, eine Dividende von 0,80 € auszuschütten. Bei einem aktuellen Kurs von 25,25 € entspricht das einer Dividendenrendite von 3,2%. Ziel ist es, die Dividende jedes Jahr zu steigern und im Jahr 2022 eine Dividende von 1,00 € je Aktie auszuschütten. Da es sich bei ZEAL um ein reines Online-Angebot handelt, sind kaum negative Effekte durch das Coronavirus zu erwarten.

Die in der Regel nicht bilanzierten **Nachbesserungsrechte (NBR)** stiegen 2019 auf 126,0 Mio. € (Vj. 103,8 Mio. €). Davon sind 22,8 Mio. € auf den SO der Linde AG zurückzuführen, während 0,6 Mio. € ausgebucht wurden. Zum 31.03.2020 ergibt sich ein unveränderter Stand der NBR von 126,0 Mio. €.

Im abgelaufenen Gj. endeten zwei Spruchverfahren. Während bei der **Röder Zeltsysteme und Service AG** nicht nachgebessert wurde, konnte im Falle der **SCA Hygiene Products SE** eine Nachbesserung vereinnahmt werden. Das OLG München bestätigte die Erhöhung der Barabfindung von 487,81 € auf 533,93 €. Daraus resultierte für die Scherzer & Co. AG ein Ertrag von 20 Tsd. € zzgl. Zinsen.

Zudem verbuchte Scherzer 2019 eine **freiwillige Vorabzahlung** in Höhe von 77 Tsd. €, die aus dem Spruchverfahren der Strabag AG resultierte. Im Rahmen des SO hatte die Hauptaktionärin Ilbau Liegenschaftsverwaltung AG zugesichert, die Ersatzansprüche, welche im Rahmen der Sonderprüfung ermittelt werden, im Spruchverfahren in maximaler Höhe anzuerkennen. Daraus ergab sich eine freiwillige Vorabzahlung von 13,24 € je Strabag-Aktie zzgl. Zinsen.

Im Spruchverfahren bei der **AXA Konzern AG** hat das LG Köln in einer erstinstanzlichen Entscheidung die Barabfindung je Stammaktie (144,68 €) und je Vorzugsaktie (146,24 €) auf einheitlich 177,58 € je Stamm- und Vorzugsaktie erhöht. Sollte das erstinstanzliche Urteil bestätigt werden, ergibt sich ein Ertrag von mehr als 5 Mio. € zzgl. Zinsen für die Scherzer & Co. AG.

Scherzer: Nachbesserungsportfolio

Titel	Strukturmaßnahme	Volumen (in Mio. €)
Linde AG	Squeeze-out	22,8
AXA Konzern AG (Stämme)	Squeeze-out	18,8
HVB AG	Squeeze-out	17,2
Bank Austria AG	Squeeze-out	9,4
Generali Deutschland Holding AG	Squeeze-out	9,0
Oldenburgische Landesbank AG	Squeeze-out	8,4
AXA Konzern (Vorzüge)	Squeeze-out	6,8
Kölner Rück AG (vink. Namen)	Squeeze-out	3,8
Buwog AG	Squeeze-out	2,8
Deutsche Postbank AG	Squeeze-out	2,6
Sky Deutschland AG	Squeeze-out	2,6
Vattenfall AG	Squeeze-out	2,5
Conwert Immobilien Invest SE	Squeeze-out	2,3
Strabag AG	Squeeze-out	1,6
C-Quadrat Investment AG	Squeeze-out	1,0
Sonstige	Divers	14,4
Gesamt		126,0

Quelle: Solventis Research, Scherzer & Co. AG

Details zur GuV und Bilanz 2019

Die **Erträge aus Finanzinstrumenten** gingen 2019 auf 5,2 Mio. € nach 12,1 Mio. € im Vorjahr zurück. Relevante positive Ergebnisbeiträge lieferten u. a. folgende Positionen: Sachsenmilch AG (0,5 Mio. €), innogy SE (0,4 Mio. €), GK Software SE (0,3 Mio. €) und Biella-Neher Holding AG (0,3 Mio. €). Außerdem fielen Erträge aus Stillhaltergeschäften (1,5 Mio. €, Vj. 2,9 Mio. €) und aus Nachbesserungsrechten in Höhe von 91 Tsd. € (Vj. 108 Tsd. €) an.

Aufwendungen aus Finanzinstrumenten ergaben sich in Höhe von 4,1 Mio. € (Vj. 2,7 Mio. €). Diese setzten sich aus Veräußerungsverlusten des Anlagevermögens von 17 Tsd. € (Vj. 255 Tsd. €), des Umlaufvermögens von 1,6 Mio. € (Vj. 2,3 Mio. €) und Verlusten aus Stillhaltergeschäften von 2,5 Mio. € (Vj. 201 Tsd. €) zusammen.

Die **sonstigen betrieblichen Erträge** (sbE) erhöhten sich deutlich von 0,3 Mio. € auf 1,8 Mio. €. Wesentlicher Faktor der sbE sind Zuschreibungen auf Wertpapiere des Anlage- sowie Umlaufvermögens in Höhe von 1,7 Mio. € (Vj. 197 Tsd. €). Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen bewegten sich mit 0,7 Mio. € auf Vorjahresniveau.

Die **Dividendenerträge** waren um 1,0 Mio. € auf 1,6 Mio. € rückläufig. 2018 war es zur Nachzahlung der MAN-Dividenden für die Geschäftsjahre 2013 bis 2017 gekommen. Unverändert zum Vorjahr waren die **sonstigen Zinsen und ähnlichen Erträge** mit 0,1 Mio. € sowie die **Zinsen und ähnlichen Aufwendungen** mit 0,3 Mio. €.

Lohn- und Gehaltszahlungen beliefen sich unverändert auf 0,7 Mio. €. Davon entfielen 54 Tsd. € (Vj. 55 Tsd. €) auf erfolgsabhängige Tantiemen.

Deutlich reduziert haben sich die **Abschreibungen auf Wertpapiere des Anlage- und Umlaufvermögens** mit 5,3 Mio. € (Vj. 9,9 Mio. €). 2018 hatte sich insbesondere der starke Kursrückgang im vierten Quartal bemerkbar gemacht.

Die **Bilanz** verkürzte sich leicht um 2,9 Mio. € auf 81,5 Mio. €. Im Wesentlichen trug dazu der Bilanzverlust 2019 mit 2,3 Mio. € bei. Auf Basis eines EKs von 54,4 Mio. € (Vj. 56,7 Mio. €) ergibt sich eine EK-Quote von 66,8% (Vj. 67,3%). Auf der Aktivseite reduzierten sich die **Wertpapiere des Anlagevermögens** um 5,2 Mio. € auf 24,7 Mio. €, während die **Wertpapiere im Umlaufvermögen** auf 52,7 Mio. € (Vj. 49,2 Mio. €) stiegen. Die **stillen Reserven** betragen Ende 2019 rund 14,4 Mio. € (Vj. 12,4 Mio. €).

Auf Basis unseres Excess-Return-Modells ergibt sich ein **fairer Wert** je Scherzer-Aktie von **2,42 €** (bisher 2,40 €) und bei einem Abschlag von 15,9% auf den fairen Wert ein **Kursziel** von **2,00 €** (bisher 2,40 €). Den Abschlag oder Aufschlag auf den fairen Wert ermitteln wir aus dem aktuellen Kursabschlag oder -aufschlag auf den aktuellen NAV. Die Scherzer-Aktie empfehlen wir zum Kauf mit einem Kurspotenzial von rund 36%.

Scherzer: GuV 2019

	2019	2018	ggü. Vj.
	Tsd. €	Tsd. €	Tsd. €
Umsatzerlöse	11	9	3
Erträge aus Finanzinstrumenten	5.225	12.132	-6.908
Aufwendungen aus Finanzinstrumenten	-4.135	-2.727	-1.408
Sonstige betriebliche Erträge	1.771	267	1.504
Erträge aus Wertpapieren und Ausleihungen des Finanzanlagevermögens	1.644	2.586	-943
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	86	113	-27
Löhne und Gehälter	-690	-688	-3
Abschreibungen	-18	-18	0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-700	-716	16
Abschreibungen auf Wertpapiere (Anlage- und Umlaufvermögen)	-5.263	-9.939	4.676
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-253	-317	64
Vorsteuerergebnis	-2.322	703	-3.025
EE-Steuern	-8	-1.558	1.550
sonstige Steuern	0	0	0
	-2.330	-855	-1.475
EPS	-0,08	-0,03	n.a.

Quelle: Solventis Research, Scherzer & Co. AG

Scherzer: Bilanz 2019

	2019	2018	ggü. Vj.
	Tsd. €	Tsd. €	Tsd. €
Aktiva			
Wertpapiere des Anlagevermögens	24.675	29.892	-5.217
Wertpapiere des Umlaufvermögens	52.653	49.217	3.436
Sonstiges	4.138	5.255	-1.117
Bilanzsumme	81.466	84.364	-2.898
	2019	2018	ggü. Vj.
	Tsd. €	Tsd. €	Tsd. €
Passiva			
Eigenkapital	54.418	56.748	-2.330
Bankverbindlichkeiten	23.408	25.787	-2.379
Sonstiges	3.640	1.829	1.811
Bilanzsumme	81.466	84.364	-2.898

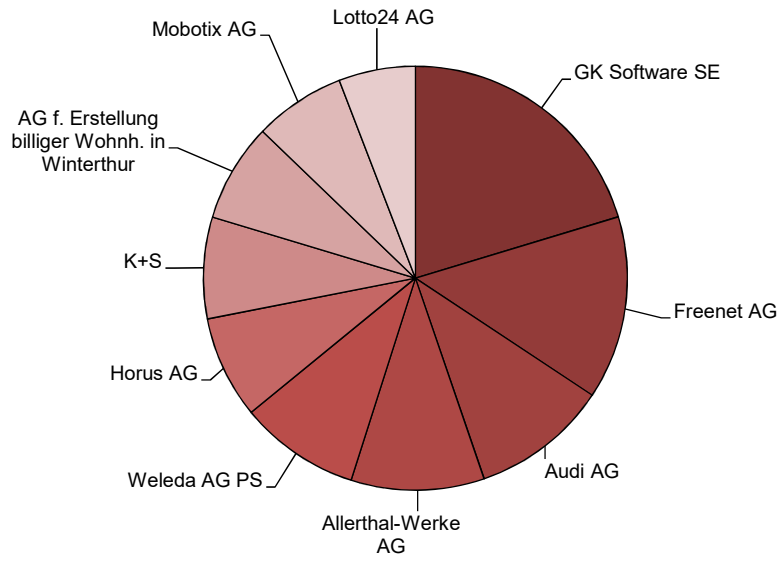
Quelle: Solventis Research, Scherzer & Co. AG

Scherzer: NAV zu Marktpreisen

Datum	Nachbesserungsrechte Mio. €	Preis je Aktie (€)	NAV je Aktie (€)	Abschlag/ Prämie auf NAV	Top 10*	DAX	SDAX	CDAX
31.12.2018	103,8	2,44	2,31	6%	56,0%	10.558,96	9.509,15	990,45
31.01.2019	103,8	2,42	2,32	4%	58,2%	11.173,10	10.551,98	1.057,30
28.02.2019	103,8	2,40	2,27	6%	57,5%	11.515,64	10.804,85	1.083,17
31.03.2019	103,8	2,30	2,28	1%	60,8%	11.526,04	10.932,26	1.083,74
30.04.2019	126,6	2,42	2,37	2%	52,7%	12.344,08	11.753,15	1.162,42
31.05.2019	126,6	2,42	2,27	7%	52,0%	11.726,84	10.824,15	1.097,08
30.06.2019	126,6	2,40	2,31	4%	51,3%	12.398,80	11.377,70	1.151,35
31.07.2019	126,6	2,32	2,28	2%	51,1%	12.189,04	11.136,80	1.136,26
31.08.2019	126,6	2,16	2,23	-3%	50,2%	11.658,51	10.700,19	1.086,78
30.09.2019	126,6	2,20	2,26	-3%	52,6%	12.428,08	11.026,82	1.152,86
31.10.2019	126,6	2,20	2,22	-1%	52,2%	12.866,79	11.435,48	1.194,09
30.11.2019	126,6	2,18	2,26	-4%	49,8%	13.236,38	12.158,51	1.229,42
31.12.2019	126,6	2,18	2,30	-5%	48,9%	13.249,01	12.511,89	1.238,89
ggü. 31.12.18	22,0%	-10,7%	-0,4%	-10,8%	-12,7%	25,5%	31,6%	25,1%
31.12.2019	126,6	2,18	2,30	-5%	48,9%	13.249,01	12.511,89	1.238,89
31.01.2020	126,4	2,12	2,27	-7%	47,5%	12.981,97	12.251,36	1.216,25
29.02.2020	126,0	1,89	2,15	-12,1%	46,4%	11.890,35	11.330,82	1.113,36
31.03.2020	126,0	1,43	1,70	-15,9%	54,5%	9.935,84	9.248,01	927,23
ggü. 31.12.19	-0,5%	-34,4%	-26,1%	-10,7%	11,4%	-25,0%	-26,1%	-25,2%

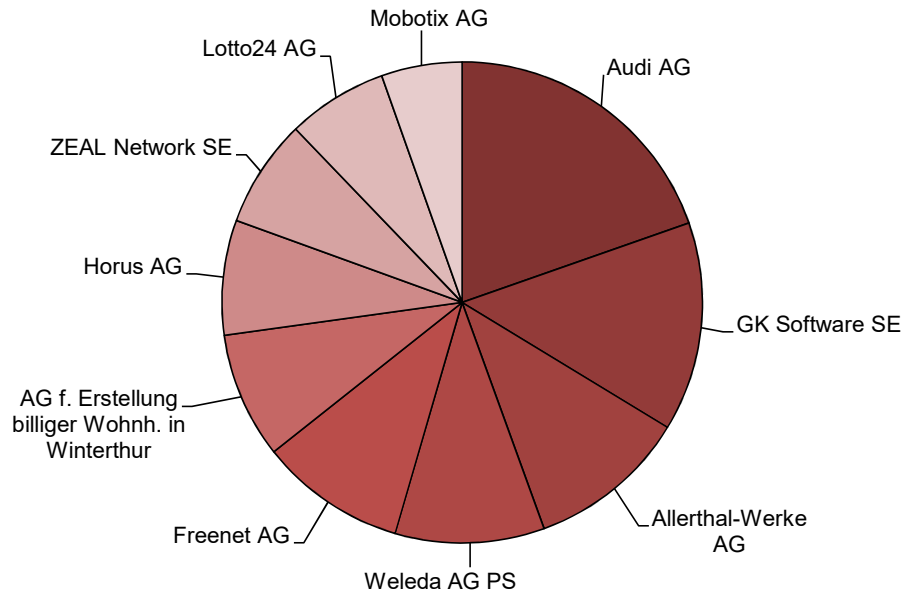
Quelle: Solventis Research, Scherzer & Co. AG, Refinitiv Datastream

Scherzer: Die 10 größten Aktienpositionen per 31.12.2019



Quelle: Solventis Research, Scherzer & Co. AG

Scherzer: Die 10 größten Aktienpositionen per 31.03.2020



Quelle: Solventis Research, Scherzer & Co. AG

Scherzer: Die 10 größten Aktienpositionen zum 31.03.2020

	Preis 31.03.2020 in €	Anteil Gesamtportfolio Scherzer	Anteil von Scherzer an Gesellschaft	Wert in Tsd. €
AUDI (XET)	954,00	10,70%	0,04%	7.180
GK SOFTWARE (XET)	40,70	7,65%	6,22% *	5.133
ALLERTHAL-WERKE	17,10	5,87%	19,20%	3.939
WELEDA PS	3767,72	5,37%	5,03% **	3.603
FREENET	16,03	5,46%	0,18%	3.664
AG für Erstellung billiger Wohnhäuser in Winterthur	125281,40	4,61%	2,06%	3.093
HORUS	0,80	4,21%	132,75%	2.825
ZEAL NETWORK (XET)	23,15	3,96%	0,51%	2.657
LOTTO24 (XET)	13,25	3,68%	0,77%	2.469
MOBOTIX (XET)	5,15	2,96%	2,91%	1.986
Summe		54,47%		36.550

* Zusammengefasst Aktien und Wandelanleihe

** Bezogen auf die Partizipationsscheine

Quelle: Solventis Research, Scherzer & Co. AG, Refinitiv Datastream

Scherzer: Excess-Return-Modell (in Tsd. €)

Jahr	2020e	2021e	2022e	2023e	Terminal Year
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	56.748,16	53.952,95	57.315,59	60.887,81	69.588,59
Return on Equity	7,85%	7,85%	7,85%	7,85%	7,85%
Konzernjahresüberschuss	4.447,63	4.752,87	5.025,55	5.315,92	5.464,24
Eigenkapitalkosten	5,20%	6,10%	7,00%	7,90%	7,40%
Eigenkapitalkosten absolut	2.829,74	3.589,82	4.351,41	5.195,78	5.146,08
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	1.617,89	1.163,05	674,14	120,14	318,16
TV Excess Return					19.224,11
Kumulierte Eigenkapitalkosten	105,20%	111,62%	119,42%	128,85%	128,85%
Barwert Excess Return	1.537,92	1.042,01	564,49	93,24	14.919,37
Thesaurierungsrate	100,00%	70,00%	72,00%	72,00%	70,00%
Thesaurierung	4.447,63	3.327,01	3.618,40	3.827,47	
Ausschüttung	0,00	1.425,86	1.407,15	1.488,46	
EPS	0,15 €	0,16 €	0,17 €	0,18 €	0,18 €
DPS	0,00 €	0,05 €	0,05 €	0,05 €	0,05 €
eingesetztes Kapital	54.418,00				
Summe Barwerte Excess Return	18.157,03				
Wert des EK	72.575,03				
Anzahl Aktien (in Tsd. Stück)	29.940,00				
Wert pro Aktie	<u>2,42 €</u>				

Quelle: Solventis Research, Scherzer & Co. AG, Refinitiv Datastream

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: **20.04.2020, 16:00 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **20.04.2020, 16:15 Uhr**
- b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: halbjährig.
- c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt/M.
- d) Vorgegangene 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
06.02.19	Dennis Watz	Kaufen	2,91 €	2,43 €	12 Monate
21.08.19	Dennis Watz	Kaufen	2,40 €	2,20 €	12 Monate
09.12.19	Dennis Watz	Kaufen	2,40 €	2,24 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.04.19 - 31.03.20)		in %	Auftrags- research	in %
Kaufen	40	85,1%	32	68,1%
Halten	6	12,8%	4	8,5%
Verkaufen	1	2,1%	1	2,1%
Insgesamt	47	100,0%	37	78,7%

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

1. ist in Besitz einer Nettoverkaufs- oder Nettokaufposition von über 0,5% des Finanzinstruments.
2. sind am gezeichneten Kapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
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 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.

b) Ersteller

Dennis Watz, Senior 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 Angebotsituation 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 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 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.