

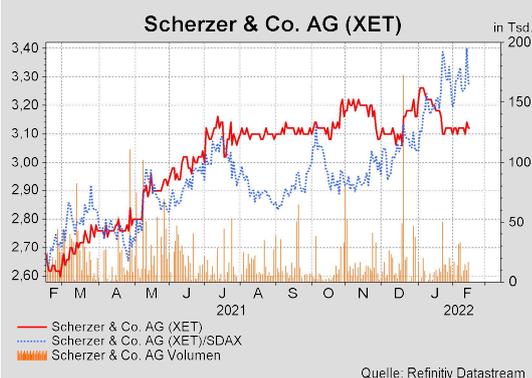
## Scherzer & Co. AG Halten (Kaufen)

<b>Kursziel</b>	<b>3,42 € (3,56 €)</b>
Kurspotential	9,6%
Kurs (15.02.2022)	3,12 €
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung	93,4 Mio. €
Anzahl Aktien	29,9 Mio.
Marktsegment	Scale
Homepage	www.scherzer-ag.de

### Kennzahlen und Prognosen

	2020	2021e	2022e	2023e
EPS (€)	0,42	0,37	0,22	0,24
BPS* (€)	2,24	2,56	2,72	2,91
KGV	7,5	8,5	14,1	13,2
Kurs/BPS	1,41	1,22	1,15	1,07
ROE	23,1%	15,4%	8,4%	8,4%
DPS (€)	0,05	0,05	0,05	0,05
Dividendenrendite	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%

\*ohne Nachbesserungsrechte



### Finanzkalender

- 17.03.2022: Aufsichtsratssitzung
- 23.05.2022: Aufsichtsratssitzung
- 23.05.2022: Hauptversammlung
- 30.09.2022: Aufsichtsratssitzung
- 01.12.2022: Aufsichtsratssitzung

### Analyst

Dennis Watz  
Tel.: +49 (0) 6131 – 48 60 652  
dwatz@solventis.de

## Starke NAV Entwicklung im Jahr 2021 – EBT knüpft an Vorjahr an

Gemäß vorläufiger Zahlen belief sich das EBIT 2021 auf 11,7 Mio. € (Vj. 9,3 Mio. €). Das EBT liegt ebenfalls bei 11,7 Mio. € (Vj. 12,6 Mio. €). Damit konnte Scherzer nahtlos an das starke Vorjahr anknüpfen. Ein wesentlicher Treiber für das Ergebnis war der Squeeze-out (SO) bei MAN, mit dem Scherzer einen Ertrag von rund 5 Mio. € erzielte. Die positive Entwicklung setzte sich beim NAV fort. Dieser legte im abgelaufenen Gj. um 32,3% (inklusive Dividende) zu. Verglichen mit dem DAX (15,8%), SDAX (11,2%) und dem marktbreiten CDAX (14,0%) war die Performance mehr als doppelt so hoch. Der NAV belief sich zum 24.01.2022 auf 3,66 € je Aktie. Nach unserem Excess-Return-Modell und unter Berücksichtigung eines Kursabschlags von 14,2% ermitteln wir einen fairen Wert von 3,42 € (bisher: 3,56 €) je Scherzer-Aktie. Wir empfehlen die Aktie zu halten (vorher: kaufen).

In den Top 10-Positionen kam es seit dem letzten Update (15.09.) zu einigen Änderungen. Die Top 10 verlassen haben MAN, Freetet, Kabel Deutschland und Zeal Network. Die Plätze wurden von HELLA, K+S, Horus und Data Modul eingenommen.

Bei der aktuell größten Position Rocket Internet (RI), auf die 8,74% des Gesamtportfolios entfallen, fand am 31.01. eine ao HV statt. Einziger TOP war das Aktienrückerwerbsangebot für bis zu 27,7 Mio. RI-Aktien. Das Angebot sieht vor, dass jeder Aktionär für je 4 RI-Aktien das Recht erhält, 1 RI-Aktie zu 35,00 € an die Gesellschaft zu verkaufen. Anschließend sollen die Aktien eingezogen werden. Die Global Founders GmbH, eine Oliver Samwer zuzurechnende Gesellschaft, wird die ihr zustehenden Andienungsrechte Elliott unentgeltlich übertragen. Diese eher ungewöhnliche Vorgehensweise wird es dem Hedgefonds Elliott ermöglichen, die von ihm gehaltenen 21,9 Mio. RI-Aktien (20,2%) komplett anzudienen und je RI-Aktie 35,00 € zu kassieren. Sollte das Aktienrückkaufprogramm für alle 27,7 Mio. RI-Aktien angenommen werden, erhöht sich der Anteil von Global Founders (aktuell 62,32%) auf 83,75%. Wir können uns vorstellen, dass Scherzer nach der Ankündigung des Aktienrückkaufprogramms die Position weiter aufgestockt hat, um so die Position bei Ausnutzung des Andienungsrechts konstant zu halten. Sollte Scherzer von dem Andienungsrecht Gebrauch machen, rechnen wir mit einem Ertrag von >1 Mio. €.

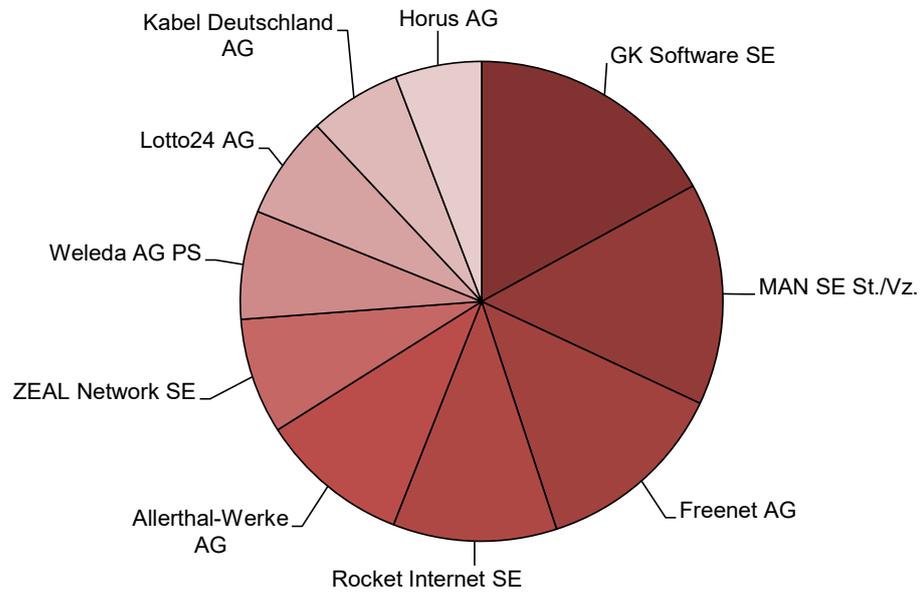
Am 24.01. hat die Europäische Kommission die HELLA-Übernahme freigegeben. Damit ist die letzte Vollzugsbedingung eingetreten und das Angebot konnte am 31.01. abgewickelt werden. Im Rahmen des Angebots wurden Faurecia 79,50% der Hella-Aktien angedient. Seitdem hat Faurecia weitere 1,09% über die Börse zugekauft. Zweitgrößter Aktionär ist mit 10,75% Elliott. Wir gehen davon aus, dass sich Faurecia zeitnah nach Ablauf einer Frist von einem Jahr mit Elliott einigen wird und anschließend einen SO anstrebt. Den fairen Wert von HELLA sehen wir bei rund 70 € je Aktie.

**Scherzer: NAV zu Marktpreisen**

Datum	Nachbesserungsrechte		NAV je Aktie (€)	Abschlag/ Prämie		Top 10*	DAX	SDAX	CDAX
	Mio. €	Preis je Aktie (€)		auf NAV					
<b>31.12.2019</b>	<b>126,6</b>	<b>2,18</b>	<b>2,30</b>	<b>-5%</b>	<b>48,9%</b>	<b>13.249,01</b>	<b>12.511,89</b>	<b>1.238,89</b>	
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%	46,4%	11.890,35	11.330,82	1.113,36	
31.03.2020	126,0	1,43	1,70	-16%	54,5%	9.935,84	9.248,01	927,23	
30.04.2020	127,3	1,66	1,92	-14%	56,9%	10.861,64	10.352,94	1.020,92	
31.05.2020	127,3	1,88	1,95	-4%	56,6%	11.586,85	11.349,72	1.097,58	
22.06.2020	104,9	2,20	2,43	-9%	62,3%	12.262,97	11.400,50	1.151,55	
31.07.2020	104,9	2,30	2,49	-8%	63,3%	12.313,36	11.747,77	1.151,65	
31.08.2020	104,9	2,30	2,59	-11%	63,8%	12.945,38	12.595,47	1.213,99	
30.09.2020	104,9	2,12	2,57	-18%	64,2%	12.760,73	12.487,57	1.202,43	
31.10.2020	96,4	2,08	2,51	-17%	64,1%	11.556,48	11.620,75	1.088,72	
30.11.2020	112,6	2,24	2,70	-17%	61,0%	13.291,16	13.782,19	1.247,98	
31.12.2020	112,6	2,36	2,85	-17%	58,2%	13.718,78	14.764,89	1.297,81	
<b>ggü. 31.12.19</b>	<b>-11,1%</b>	<b>8,3%</b>	<b>23,9%</b>	<b>-12,0%</b>	<b>18,9%</b>	<b>3,5%</b>	<b>18,0%</b>	<b>4,8%</b>	
<b>31.12.2020</b>	<b>112,6</b>	<b>2,36</b>	<b>2,85</b>	<b>-17%</b>	<b>58,2%</b>	<b>13.718,78</b>	<b>14.764,89</b>	<b>1.297,81</b>	
31.01.2021	112,6	2,48	2,95	-16%	58,0%	13.432,87	15.210,34	1.288,73	
28.02.2021	112,7	2,60	3,05	-15%	55,7%	13.786,29	15.109,96	1.314,52	
31.03.2021	112,7	2,72	3,12	-13%	56,4%	15.008,34	15.447,68	1.405,61	
30.04.2021	110,1	2,80	3,19	-12%	55,7%	15.135,91	16.161,06	1.426,72	
31.05.2021	110,1	2,94	3,32	-11%	55,2%	15.421,13	16.310,03	1.449,48	
30.06.2021	110,1	3,04	3,43	-11%	53,8%	15.531,04	16.021,03	1.465,84	
31.07.2021	110,1	3,10	3,49	-11%	53,1%	15.544,39	16.531,16	1.470,53	
31.08.2021	110,1	3,06	3,60	-15%	52,1%	15.835,09	17.076,14	1.498,91	
30.09.2021	123,5	3,10	3,61	-14%	50,1%	15.260,69	16.509,33	1.443,43	
31.10.2021	123,5	3,16	3,64	-13%	49,5%	15.688,77	17.034,46	1.477,40	
30.11.2021	122,0	3,08	3,66	-16%	48,6%	15.100,13	16.227,87	1.418,88	
31.12.2021	122,0	3,16	3,72	-15%	48,6%	15.884,86	16.414,67	1.479,33	
<b>ggü. 31.12.20</b>	<b>8,3%</b>	<b>33,9%</b>	<b>30,5%</b>	<b>2,1%</b>	<b>-16,4%</b>	<b>15,8%</b>	<b>11,2%</b>	<b>14,0%</b>	
<b>31.12.2021</b>	<b>122,0</b>	<b>3,16</b>	<b>3,72</b>	<b>-15%</b>	<b>48,6%</b>	<b>15.884,86</b>	<b>16.414,67</b>	<b>1.479,33</b>	
31.01.2021	121,7	3,12	3,69	-15%	48,7%	15.471,20	15.111,43	1.438,99	
<b>ggü. 31.12.21</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>0,1%</b>	<b>-2,6%</b>	<b>-7,9%</b>	<b>-2,7%</b>	

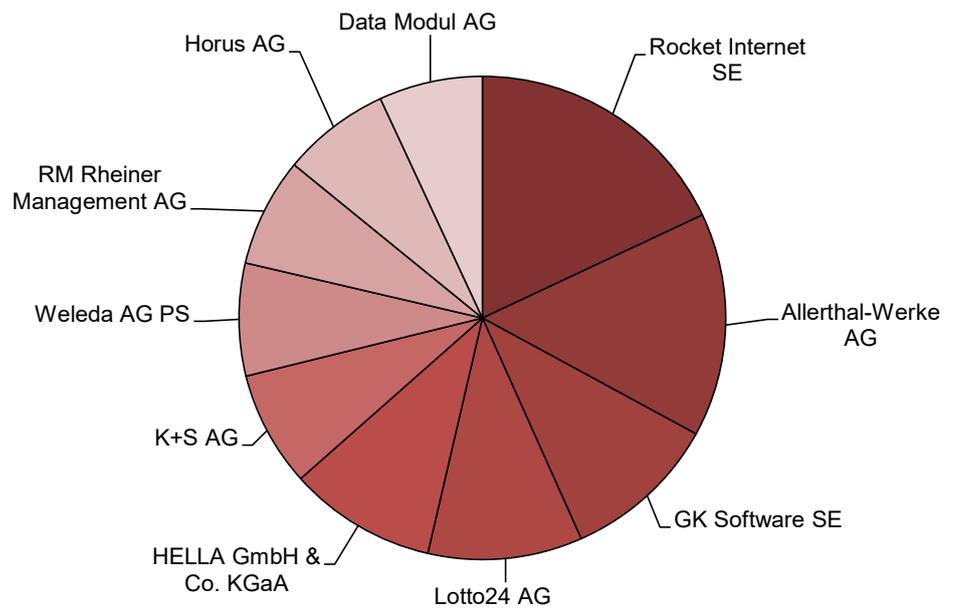
Quelle: Solventis Research, Scherzer &amp; Co. AG, Refinitiv Datastream

**Scherzer: Die 10 größten Aktienpositionen per 31.12.2021**



Quelle: Solventis Research, Scherzer & Co. AG

**Scherzer: Die 10 größten Aktienpositionen per 31.12.2020**



Quelle: Solventis Research, Scherzer & Co. AG

**Scherzer: Die 10 größten Aktienpositionen zum 31.12.2021**

	Preis 31.12.2021 in €	Anteil Gesamtportfolio Scherzer	Anteil von Scherzer an Gesellschaft	Wert in Tsd. €
ROCKET INTERNET	32,06	8,74%	0,26%	11.264
ALLERTHAL-WERKE	29,00	7,28%	26,96%	9.382
GK SOFTWARE (XET)	160,00	5,05%	1,80% *	6.508
LOTTO24 K	430,00	4,98%	0,93%	6.418
HELLA GMBH & KGAA	62,00	4,77%	0,09%	6.147
K + S (XET)	15,19	3,75%	0,17%	4.833
WELEDA PS	4729,05	3,66%	5,25%	4.717
RM RHEINER MANAGEMENT	44,80	3,53%	49,99%	4.549
HORUS	2,10	3,50%	80,75%	4.511
DATA MODUL (XET) PRODUKTION UD.VERTRIEB	65,00	3,34%	1,88%	4.304
<b>Summe</b>		<b>48,60%</b>		<b>62.633</b>

\* Zusammengefasst Aktien und Wandelanleihe

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

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

Jahr	2021	2022	2023	2024	Terminal Year
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	66.994,00	76.518,78	81.558,92	87.223,59	92.230,23
Return on Equity	15,36%	8,39%	8,39%	8,39%	8,39%
Konzernjahresüberschuss	11.021,78	6.631,75	7.080,85	7.528,54	7.738,58
Eigenkapitalkosten	5,20%	6,10%	7,00%	7,40%	7,40%
Eigenkapitalkosten absolut	3.483,69	4.666,37	5.706,41	6.450,18	6.820,43
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	7.538,09	1.965,38	1.374,44	1.078,35	918,15
TV Excess Return					55.477,46
Kumulierte Eigenkapitalkosten	105,20%	111,62%	119,42%	128,26%	128,26%
Barwert Excess Return	7.165,49	1.760,85	1.150,89	840,78	43.255,16
Thesaurierungsrate	86,00%	76,00%	80,00%	80,00%	75,00%
Thesaurierung	9.478,73	5.040,13	5.664,68	6.022,83	
Ausschüttung	1.543,05	1.591,62	1.416,17	1.505,71	
<b>EPS</b>	<b>0,37 €</b>	<b>0,22 €</b>	<b>0,24 €</b>	<b>0,25 €</b>	<b>0,26 €</b>
<b>DPS</b>	<b>0,05 €</b>	<b>0,05 €</b>	<b>0,05 €</b>	<b>0,05 €</b>	<b>0,06 €</b>
<b>eingesetztes Kapital</b>	<b>66.994,00</b>				
<b>Summe Barwerte Excess Return</b>	<b>54.132,61</b>				
<b>Wert des EK</b>	<b>121.126,61</b>				
<b>Anzahl Aktien (in)</b>	<b>29.940,00</b>				
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>4,05 €</b>				
<b>Abschlag</b>	<b>-15%</b>				
<b>Kursziel pro Aktie nach Abschlag</b>	<b>3,42 €</b>				

Quelle: Solventis Research, Scherzer &amp; 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: **16.02.2022, 10:00 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **16.02.2022, 10:45 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
01.02.21	Dennis Watz	Kaufen	3,03 €	2,48 €	12 Monate
30.04.21	Dennis Watz	Kaufen	3,46 €	2,78 €	12 Monate
25.08.21	Dennis Watz	Kaufen	3,60 €	3,12 €	12 Monate
15.09.21	Dennis Watz	Kaufen	3,56 €	3,12 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.01.21 - 31.12.21)		in %	Auftrags-research	in %
Kaufen	51	91,1%	46	82,1%
Halten	5	8,9%	5	8,9%
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%
Insgesamt	56	100,0%	51	91,1%

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.
- 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.
- ist in Besitz einer Nettoverkaufs- oder Nettokaufposition von über 0,5% des Finanzinstruments.

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 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.**