

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

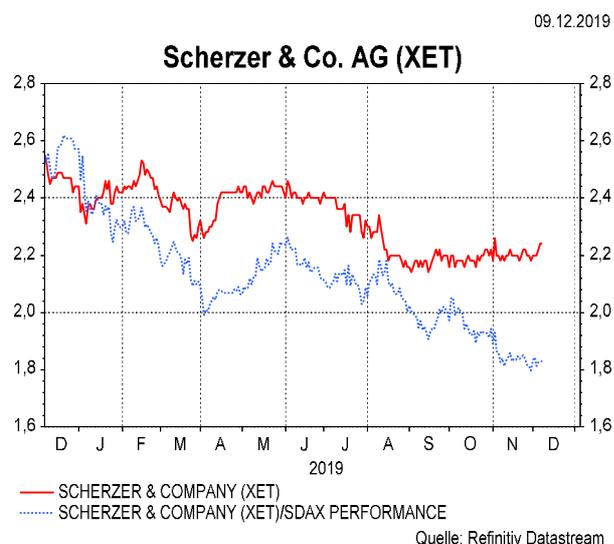
Warten auf positive Überraschungen

Halten (Halten)

Kursziel	2,40 € (2,40 €)
Kurs (06.12.2019)	2,24 €
ISIN	DE0006942808
Marktkapitalisierung (Mio. €)	67,1
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	29,94
Marktsegment:	Scale
Homepage:	www.scherzer-ag.de

	2018	2019e	2020e	2021e
Ergebnis je Aktie (€)	-0,03	0,05	0,17	0,19
Buchwert je Aktie* (€)	1,90	1,94	2,07	2,20
KGV	n. m.	46,7	12,8	12,0
Kurs/Buchwert	1,29	1,15	1,08	1,02
ROE	-1,4%	2,5%	8,7%	8,7%
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,05	0,05
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	2,2%	2,2%

*ohne Nachbesserungsrechte



Das laufende Jahr gestaltet sich für die Scherzer & Co. AG schwierig. Während die gängigen Indizes deutlich zulegten (z.B. CDAX ~24%) hat der NAV von Scherzer von Ultimo 2018 bis Ultimo Nov. 2019 rund 2% verloren. Wir empfehlen, Scherzer weiter zu halten.

Seit unserem letzten Update vom 21. Aug. betragen die Nachbesserungsrechte (NBR) unverändert 126,6 Mio. €. Aufbesserungen im Rahmen von Spruchverfahren konnten seither nicht vereinnahmt werden.

Gegen das erstinstanzliche Urteil des LG Köln, im Fall der AXA Konzern AG die angemessene Barabfindung von 144,68 € (St.) und 146,24 € (Vz.) auf 177,58 € je Stamm- und Vorzugsaktie zu erhöhen, wurde bereits Beschwerde eingelegt. Damit geht das Verfahren in die nächste und letzte Instanz vor das OLG Düsseldorf. Im Scherzer-Portfolio der NBR ist AXA Konzern AG (St.) mit 18,8 Mio. € die zweitgrößte Position.

Innerhalb der zehn größten Aktienpositionen (TOP10) der Gesellschaften kam es u.E. primär zu kursbedingten Verschiebungen.

Insgesamt hatten die TOP10 am Ultimo Okt. 2019 einen Marktwert von 46,3 Mio. € oder 52,24% des gesamten Portfolio-Werts von Scherzer. Zum Ultimo Juli 2019 waren es 47,8 Mio. € bzw. 51,14%. Offensichtlich haben die TOP10 in diesem Zeitraum etwas besser performt als die anderen Assets von Scherzer.

Seit dem letzten Update hat Scherzer unterhalb der TOP10 ihren Bestand an Osram-Aktien veräußert. Bei Data Modul wurde eine Kurskorrektur genutzt, um die Beteiligung zu erhöhen. Zudem baute Scherzer die Beteiligung an ProSieben aus. Hintergrund ist, dass Mediaset S.p.A. jetzt über 15% hält.

Der Kurs der Scherzer-Aktie wies im Jahresverlauf bis Ende Juli eine Prämie auf den NAV auf. Seither hat sich ein geringer Abschlag herausgebildet. Das könnte mit der oben beschriebenen Performance relativ zum Markt zusammenhängen.

Durch die rechtskräftige Entscheidung im Spruchverfahren der SCA Hygiene Products SE flossen Scherzer rund 20 Tsd. € zu.

Nach unserem Excess Return Modell bleibt der faire Wert der Scherzer-Aktie unverändert bei 2,40 €.

Infos zu ausgewählten Unternehmen der TOP10

Der Aktienkurs der **GK Software AG** ist von über 120 € Anfang 2018 deutlich zurückgegangen und notiert aktuell bei rund 58 €. Hintergrund für den Kurseinbruch dürften die erhöhten Investitionen sein, die die Marge belasten. Im August wurde eine Barkapitalerhöhung - 80.000 Aktien à 64,00 € - bei Investoren erfolgreich platziert. Der Bruttoemissionserlös betrug 5,12 Mio. €. Die Mittel sollen für die Zusammenarbeit mit der SAP SE in den Bereichen Fuel, Artificial Intelligence for Retail, Fiskalisierung und Cloud genutzt werden. Im H1'2019 Bericht wurde bestätigt, dass im Kerngeschäft GK/Retail der Umsatz bei einer deutlichen Ergebnisverbesserung nicht unerheblich ausgeweitet werden soll. Die Mittelfristprognose für 2020, die auf dem Basisjahr 2017 aufsetzt, sieht eine Umsatzausweitung um 150% und eine EBIT-Marge im Kerngeschäft von ~15% vor. In unserem Modellansatz bleiben wir unter diesen Zielvorgaben. Wir sehen den **fairen Wert** der GK Software-Aktie bei 80 €.

Am 02.10.2019 und 15.10.2019 veröffentlichte die GK Software SE verschiedene **Stimmrechtsmeldungen**. Danach verkaufte die **SAP SE** ihre Beteiligung an der GK Software SE in Höhe von 4,95% an Rainer Gläß, der das Unternehmen zusammen mit Stephan Kronmüller gründete. Der Anteil von Gläß steigt dadurch von 24,86% auf 29,80%. Der Anteil von Kronmüller ist unverändert 25,87%. Außerdem ging im Zuge dieser Transaktion ein **Vorkaufsrecht** der SAP auf 51,14% der GK Software unter. Das Vorkaufsrecht hatte eine Laufzeit bis Ende 2020. Damit ist klar, dass SAP vorerst keine **Übernahme** der GK Software anstrebt. Die **Zusammenarbeit** mit GK Software wird fortgeführt und sogar intensiviert.

freenet entwickelt sich laut Management stabil, die Guidance für das Gesamtjahr wurde bestätigt. Das Telekommunikationsunternehmen geht von einem stabilen Umsatz aus (Vj. 2018: 2,90 Mrd. €), sowie von einem EBIT-DA von 420-440 Mio. € (Vj. 2018: 410,3 Mio. €). Der Free Cashflow soll sich in einem Korridor zwischen 240 bis 260 Mio. € bewegen (Vj. 2018: 326,1 Mio. €).

Die ursprünglich für den 23. Okt. angesetzte AGV der Sunrise Communications wurde abgesagt, nachdem freenet (hält 24,5 %) und weiter Großaktionäre signalisiert hatten, die Kapitalerhöhung nicht zu unterstützen. Sunrise hatte geplant, die UPC Schweiz GmbH für einen Preis von 6,3 Mrd. CHF zu übernehmen. Rund 2,9 Mrd. CHF hätten über einer Kapitalerhöhung finanziert werden sollen. Die Übernahme der UPC Schweiz durch Sunrise scheint gescheitert zu sein.

Mit Vorlage der Q3-Zahlen gab Sunrise bekannt, eine Dividende von 4,35 - 4,45 CHF (Vj. 4,20 CHF) für 2019 zahlen zu wollen. Davon würde auch Freenet maßgeblich profitieren. Zuletzt hat sich der Freenet-Kurs wieder erholt. Im Konsens hat sich das Preisziel für die Feenet-Aktie seit Mitte Aug. um ~0,15 € auf 20,60 € ermäßigt. Das EPS wird für 2019 von 1,77 € und für 2020 von 1,80 € erwartet. Für 2019 liegen die Schätzungen für die Dividende bei 1,65 € und für 2020 bei 1,50 €.

Angesichts einer weltweit um 5,0% rückläufigen Automobilnachfrage behauptet sich **Audi** gut. Nach den 9-Monatszahlen mit um 3,6% rückläufigen Auslieferungen an Kunden der Marke Audi erwartet Audi nun für das Gesamtjahr Auslieferungen der Marke Audi leicht (bisher moderat) über Vorjahr. Der Umsatz soll in Folge positiver Mixeffekte bei einer operativen Umsatzrendite von unverändert 7,0 - 8,5% leicht zunehmen. Der Netto-Cashflow war aufgrund von Investitionsdisziplin nach 9-Monaten mit 3,3 Mrd. € (Vj. 3,1 Mrd. €) oberhalb der für das Gesamtjahr angestrebten Bandbreite von 2,5 - 3,0 Mrd. €. Nach 9M'2019 erwirtschaftete Audi ein EPS von ca 65 € (Vj. ~59 €). Im November legte Audi bei den Neuauslieferungen stark zu. In Europa stiegen sie um 33%, USA +20,7% und China +16,8% jeweils ggü. Vorjahrsmonat. Die F&E-Quote soll ganzjährig moderat über dem strategischen Zielkorridor von 6,5 - 7,0% liegen. Die Mittel werden für Zukunftsthemen wie E-Mobility und autonomes Fahren verwendet. Die Sachinvestmentquote soll sich knapp unterhalb des angestrebten Bereichs von 5,5 - 6,0% bewegen. Positive Effekte auf die finanziellen Kennzahlen gehen vom Audi-Transformationsplan aus, der seine volle Wirkung bis 2022 entfalten soll. Den **fairen Wert** der Audi-Aktie sehen wir bei 900 €. VW hält bereits 99,64% an Audi und es besteht seit den 70er Jahren ein BGAV.

Allerthal-Werke (AW) zählt seit Jahren zu den erfolgreichen, börsennotierten Beteiligungsgesellschaften in Deutschland. Die Gesellschaft schloss H1'2019 mit einem Periodenüberschuss von 1,4 Mio. € (Vj. 1,1 Mio. €) ab. Der NAV von AW belief sich zur Jahresmitte auf 19,33 € je Aktie (Ultimo 2018 17,68 €). Darin sind Nachbesserungsrechte mit 0,04 € je AW-Aktien (~0,5 Mio. €) enthalten. In H1'2019 haben sich die Nachbesserungsrechte inklusive der nicht bilanzierten geringfügig auf 37,6 Mio. € erhöht. Laut Guidance ist es das Ziel der Gesellschaft, 2019 an die positive Ergebnisentwicklung der letzten Jahre anzuknüpfen. Die Chancen dafür stehen gut.

Während das Q3'2019 für **K+S** insgesamt positiv verlief, enttäuschte der nach unten revidierte Ausblick für 2019 erneut. Ursächlich ist der seit Sept. 2019 geltende Importstopp für Kaliumchlorid in China, was das Marktumfeld weltweit belastet und bei den Kaliproduzenten im H2'2019 auch in Europa zu Produktionskürzungen geführt hat. Nachdem K+S bereits im Sept. Produktionskürzungen um 300k t mit einem negativen Effekt auf das EBITDA von 80 Mio. € verkündet hatte, wurde im Nov. bekannt, dass weitere bis zu 200k t aus der Produktion genommen werden mit einem negativen EBITDA-Effekt von 50 Mio. €.

Indien ist mit einer Menge von 4,7 Mio. t hinter China der zweitgrößte Importmarkt. Seit dem Abschluss des neuen Indien-Kontrakts, der 10 \$/t unter Vorjahr liegt, konnte K+S kein zunehmendes Volumen feststellen. Der Abschluss des China-Kontrakts wird nicht vor Jahresende erwartet. Der Preis pro Tonne wird 10 \$ unter dem für Indien erwartet.

Trotz der erneuten Gewinnwarnungen stellt K+S für 2019 eine leichte Umsatzsteigerung in Aussicht und ein EBITDA von 650 Mio. € (Vj. 606 Mio. €). Hinsichtlich des freien Cashflows geht K+S weiterhin von einer deutlichen Steigerung ggü. Vj. aus. Im Konsens hat sich das Preisziel für die K+S-Aktie seit Mitte Aug. um ~4,5 € auf 15,25 € ermäßigt. Der Konsens schätzt für 2019 ein EPS von 0,71 € und für 2020 von 1,09 € erwartet.

Die **Mobotix** ist mit Intercoax eine strategische Partnerschaft im September 2019 eingegangen, um kostengünstige IP-Videolösungen über Kupferinfrastrukturen anzubieten. Durch die Zusammenarbeit soll der Endverbraucher eine signifikante Kostenreduzierung gegenüber anderen Übertragungstopologien wie Glasfaser haben. Am 30.10.2019 veröffentlichte MOBOTIX vorläufige Zahlen zum Gj. 2018/19. Umsatz und EBIT lagen mit 69,9 Mio. € und 2,0 Mio. € etwas oberhalb der Guidance von 67,0 Mio. € beim Umsatz und 1,4 bis 1,8 Mio. € beim EBIT. MOBOTIX bestätigte die 5-Jahresplanung: Bis zum Geschäftsjahr 2022/23 soll der Umsatz auf mindestens 100 Mio. € steigen bei einer EBIT-Marge von 12%. Wir sehen den **fairen Wert** der MOBOTIX-Aktie bei 12€.

Die **Lotto24** AG berichtete für die ersten 3 Quartale 2019 ein Transaktionsvolumen von 240,5 Mio. € (Vj. 235,9 Mio. €), einen Umsatz von 27,5 Mio. € (Vj. 28,1 Mio. €), eine Bruttomarge von 11,4% (Vj. 11,9%) und 2.456 Tsd. (Vj. 2.041 Tsd.) registrierte Kunden. Aufgrund reduzierter Marketingkosten infolge einer schwachen Jackpot-Entwicklung legten das EBITDA und EBIT auf 5,3 Mio. € (Vj. 3,0 Mio. €) und 2,8 Mio. € (Vj. 2,2 Mio. €) zu. Das EPS wurde mit 0,14 € (Vj. 0,32 €) ausgewiesen. Im Vorjahr war im EAT ein hoher positiver Steuereffekt im Zusammenhang mit der Bildung latenter Steuern enthalten.

Die Scherzer & Co. AG mahnte Mitte Oktober in einem offenen Brief den Vorstand und Aufsichtsrat der Lotto24 AG an, über die Zusammenarbeit mit der ZEAL Network SE auf Basis eines Co-Operation & Brokerage Agreements umfassend zu informieren. ZEAL hält rund 93% an Lotto24.

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		15,0
Gesamt		126,6

Quelle: Solventis Research, Scherzer & Co. AG,

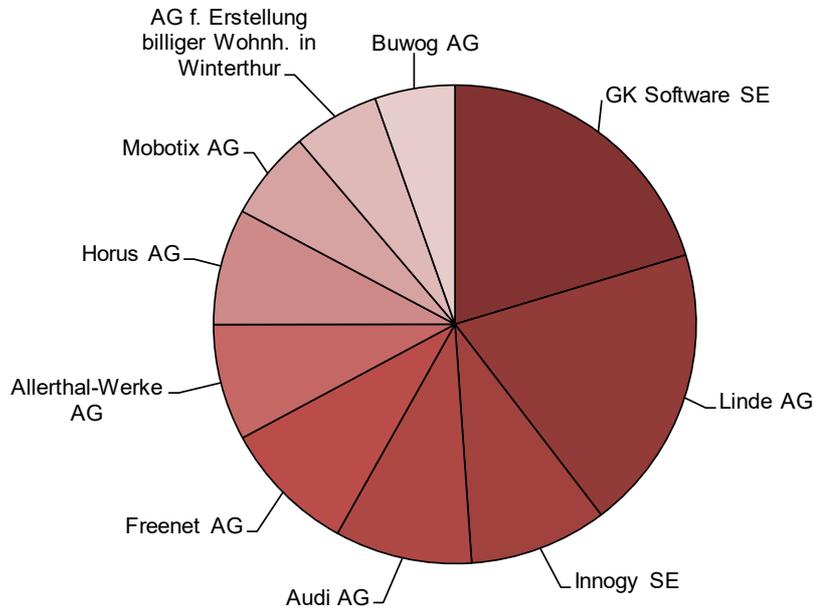
Scherzer: NAV zu Marktpreisen

Datum	Nachbesserungsrechte Mio. €	Preis je Aktie (€)	NAV je Aktie (€)	Abschlag/ Prämie auf NAV	Top 10*	DAX	SDAX	CDAX
31.12.2017	93,2	2,65	2,74	-3%	54,2%	12.917,64	11.886,85	1.209,51
31.01.2018	93,3	2,84	2,85	0%	56,4%	13.189,48	12.333,05	1.236,54
28.02.2018	93,2	2,84	2,85	0%	56,8%	12.435,85	12.139,49	1.175,06
31.03.2018	93,2	2,78	2,80	-1%	55,0%	12.190,94	11.917,09	1.152,05
30.04.2018	93,2	2,86	2,84	1%	55,9%	12.612,11	12.272,64	1.187,85
17.05.2018	93,2	2,88	2,87	0%	57,1%	13.114,61	12.616,35	1.234,50
30.06.2018	92,3	2,79	2,77	1%	58,7%	12.306,00	11.949,64	1.162,24
31.07.2018	101,6	2,81	2,78	1%	55,1%	12.805,50	12.407,24	1.210,78
31.08.2018	102,1	2,77	2,70	3%	56,0%	12.364,06	12.519,36	1.183,07
30.09.2018	100,0	2,76	2,66	4%	55,9%	12.246,73	11.863,50	1.159,95
31.10.2018	101,0	2,50	2,48	1%	56,3%	11.447,51	11.032,56	1.083,66
22.11.2018	103,8	2,53	2,42	5%	56,3%	11.138,49	10.329,96	1.051,36
31.12.2018	103,8	2,44	2,31	6%	56,0%	10.558,96	9.509,15	990,45
ggü. 31.12.17	11,4%	-7,9%	-15,7%	9,0%	3,4%	-18,3%	-20,0%	-18,1%
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
ggü. 31.12.18	22,0%	-10,7%	-2,2%	-9,2%	-11,0%	25,4%	27,9%	24,1%

* Anteil der 10 größten Aktienpositionen am Gesamtportfolio

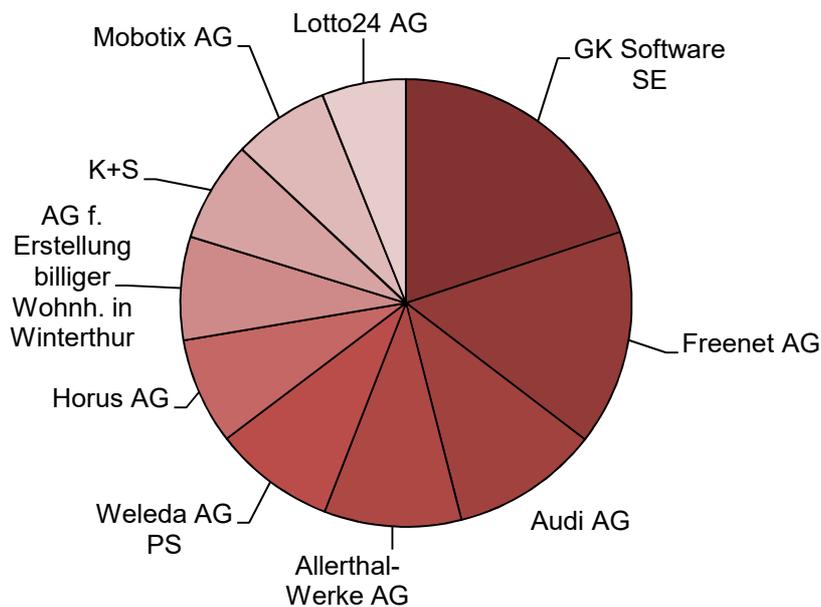
Quelle: Solventis Research, Scherzer & Co. AG, Refinitiv Datastream

Scherzer: Die 10 größten Aktienpositionen per 31.12.2018



Quelle: Solventis Research, Scherzer & Co. AG

Scherzer: Die 10 größten Aktienpositionen per 30.11.2019



Quelle: Solventis Research, Scherzer & Co. AG

Scherzer: Die 10 größten Aktienpositionen zum 30.11.2019

	Preis 30.11.2019 in €	Anteil Gesamtportfolio Scherzer	Anteil von Scherzer an Gesellschaft	Wert in Tsd. €
GK SOFTWARE (XET)	59,80	9,90%	7,42% *	8.610
FREENET	19,93	7,76%	0,26%	6.749
AUDI (XET)	814,00	5,29%	0,03%	4.600
ALLERTHAL-WERKE	18,50	4,90%	19,20%	4.261
WELEDA PS	3.959,52	4,36%	5,04% **	3.792
HORUS	1,55	3,84%	81,00%	3.339
AG für Erstellung billiger Wohnhäuser in Winterthur	127.053,27	3,72%	2,17%	3.235
K + S	10,30	3,61%	0,16%	3.139
MOBOTIX (XET)	8,30	3,45%	2,72%	3.000
LOTTO24 (XET)	15,20	3,01%	0,71%	2.618
Summe		49,84%		43.344

* Zusammengefasst Aktien und Wandelanleihe

** Bezogen auf die Partizipationsscheine

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

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

Jahr	2019e	2020e	2021e	2022e	Terminal Year
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	56.748,16	58.184,82	61.949,88	65.958,58	69.744,61
Return on Equity	2,50%	8,71%	8,71%	8,71%	8,44%
Konzernjahresüberschuss	1.436,66	5.229,26	5.567,64	5.906,93	5.883,42
Eigenkapitalkosten	5,20%	6,10%	7,00%	7,90%	7,90%
Eigenkapitalkosten absolut	2.950,90	3.548,30	4.334,43	5.207,43	5.506,34
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	-1.514,24	1.680,96	1.233,21	699,50	377,08
TV Excess Return					17.497,97
Kumulierte Eigenkapitalkosten	105,20%	111,62%	119,42%	128,85%	128,85%
Barwert Excess Return	-1.439,39	1.506,02	1.032,63	542,86	13.579,75
Thesaurierungsrate	100,00%	72,00%	72,00%	72,00%	70,00%
Thesaurierung	1.436,66	3.765,07	4.008,70	4.252,99	
Ausschüttung	0,00	1.464,19	1.558,94	1.653,94	
EPS	0,05 €	0,17 €	0,19 €	0,20 €	0,20 €
DPS	0,00 €	0,05 €	0,05 €	0,06 €	0,06 €
eingesetztes Kapital	56.748,16				
Summe Barwerte Excess Return	15.221,87				
Wert des EK	71.970,02				
Anzahl Aktien (in Tsd. Stück)	29.940,00				
Wert pro Aktie	<u>2,40 €</u>				

Quelle: Solventis Research

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: **09.12.2019, 10:00 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **09.12.2019, 10:30 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 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 verändert 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
17.09.18	D. Watz	Kaufen	3,23 €	2,75 €	12 Monate
06.02.19	D. Watz	Kaufen	2,91 €	2,43 €	12 Monate
21.08.19	D. Watz	Kaufen	2,40 €	2,20 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.10.18 - 30.09.19)		in %	Auftrags- research	in %
Kaufen	48	90,6%	37	Kaufen
Halten	5	9,4%	3	Halten
Verkaufen	0	0,0%	0	Verkaufen
Insgesamt	53	100,0%	40	Insgesamt

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. sind am gezeichneten Kapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
2. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des Emittenten federführend oder mitführend.
3. waren Marketmaker oder Liquiditätsspender in den Finanzinstrumenten des Emittenten.
4. 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.
5. ist im Besitz einer Nettoverkaufs- oder Nettokaufposition von über 0,5% des Finanzinstruments.

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 / zugrunde gelegte 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 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. In der Peer-Group-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.

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 vorgeannten Adressaten in den Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum und der Schweiz freigegeben.

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