

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

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

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

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

ERWE Immobilien AG

Mieterlöse steigen deutlich – Neue externe Gutachten kommen im Q4

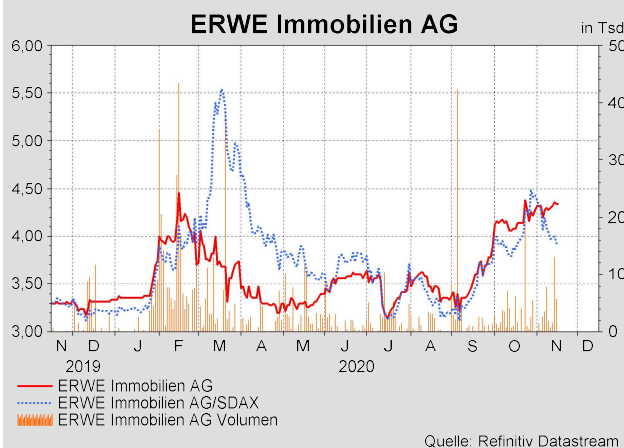
Kaufen (Kaufen)

Kursziel	4,80 € (4,80 €)
Kurspotential	10,6%
Kurs (16.11.2020)	4,34 €
ISIN	DE000A1X3WX6
Marktkapitalisierung	71,9 Mio. €
Anzahl Aktien	16,56 Mio.
Marktsegment	General Standard
Homepage	www.erwe-ag.com

Kennzahlen und Prognosen

	2019	2020e	2021e	2022e
Mieterlöse (Mio. €)	3,5	5,8	7,7	8,5
NOI* (Mio. €)	1,4	3,4	4,7	5,3
EBIT (Mio. €)	11,5	8,4	14,8	13,2
EBT (Mio. €)	8,2	1,9	8,2	6,5
Ergebnis je Aktie (€)	0,50	0,24	0,45	0,35
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
NAV je Aktie (€)	4,22	4,35	4,80	5,16
KGV	6,9	18,4	9,6	12,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurs/NAV	-18,5%	-0,2%	-9,6%	-15,9%
EK-Quote	35,8%	30,8%	30,5%	30,4%
LTV	46,6%	59,3%	59,8%	60,4%

*Net Operating Income = Ergebnis aus Vermietung



Finanzkalender

- 16.-18.11.2020: Eigenkapitalforum Frankfurt

In den ersten 9M'20 konnte ERWE die Mieterlöse um 63% auf 4,0 Mio. € steigern. Aufgrund von höheren Personalkosten (+173%), legte das EBIT unterproportional auf 6,2 Mio. € (5,5 Mio. €) zu. Unter dem Strich erzielte ERWE ein Konzernergebnis von 3,7 Mio. € (Vj. 1,7 Mio. €), was einem EPS von 0,21 € (Vj. 0,11 €) entspricht. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung und belassen unser Kursziel bei 4,80 €.

Covid-19 hatte bisher nur geringe Auswirkungen auf das Geschäft von ERWE. Die Mietausfälle waren bisher geringfügig und werden voraussichtlich bis Ende des Jahres weitestgehend beglichen.

In Q3'20 konnte ERWE den Vermietungsstand der Bestandsobjekte auf 88,6% (H1'20: 83,1%) steigern. Dies spiegelt sich in den gestiegenen Mieterlösen wider. Die starke Zunahme der Personalkosten beruht auf zwei Faktoren. Zum einen fielen erstmals ganzjährig die Personalkosten der ERWE Immobilienmanagement GmbH (Integration H2'2019) an, zum anderen gab es einmalige Aufwendungen für das virtuelle Beteiligungsprogramm des Vorstandes.

Der NAV je Aktie lag zum 30.09.20 bei 4,32 €. Zu einer wesentlichen Veränderung des NAV kann es Ende des Jahres kommen, wenn die neuen externen Gutachten erstellt sind. Wir rechnen damit, dass es in diesem Jahr nur noch Zuschreibungen im geringen Umfang geben wird. Grund hierfür ist aus unserer Sicht die angespannte Lage bei Einzelhandelsimmobilien. Besser sieht es bei den von ERWE gehaltenen Büroimmobilien aus, wo ERWE u.a. im August einen langfristigen Mietvertrag mit der Stadt Krefeld abgeschlossen hat. Den NAV erwarten wir am Ende des Jahres nun bei rd. 4,35 € je Aktie und Ende 2021 bei 4,80 € je Aktie.

Der LTV von ERWE liegt zum 30.09. bei 59,9% (46,6%) und damit genau am Zielwert von 60%. Die liquiden Mittel beliefen sich auf 15,1 Mio. € (31.12.19: 19,1 Mio. €).

Im Oktober hat ERWE eine 1.000 m² gemischt genutzte Immobilie (Einzelhandel, Büro und Wohnung) in der Innenstadt von Darmstadt erworben. Ebenfalls im Oktober verkündete ERWE die Gründung der ERWE Invest GmbH. Geschäftsführer der Gesellschaft ist der ERWE-Vorstand Rüdiger Weitzel und der ehemalige DIC Asset Finanzchef Markus Koch. Aufgabe der Tochtergesellschaft ist es, einen Bestand gewerblicher Immobilien in deutschen Innenstädten unter Beteiligung von institutionellen Investoren aufzubauen. Die Finanzierung soll u.a. über Fonds erfolgen. ERWE wird sich auch selbst an den Investitionen beteiligen. Neben den Einnahmen aus den Managementgebühren profitiert ERWE damit auch von den potenziellen Wertsteigerungen.

Bewertung

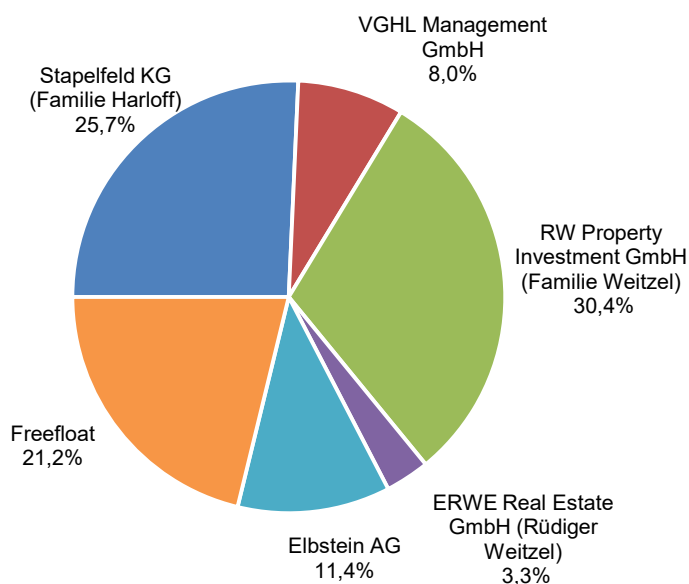
Zur Bewertung von ERWE verwenden wir nach wie vor den NAV, den wir Ende 2021 weiterhin bei 4,80 € je Aktie sehen.

Wir bestätigen unser **Kursziel** von **4,80 €** und empfehlen, die Aktie zu **kaufen**.

Aktionärsstruktur geprägt vom Management

Das Aktionariat von ERWE ist geprägt von den Gründungsinvestoren und Vorständen Axel Harloff und Rüdiger Weitzel. **Axel Harloff** und seine Familie halten über die Gesellschaften **Stapelfeld KG (25,7%)** und **VGHL Management GmbH (8,0%)** insgesamt **33,7%** an ERWE. Auf einen gleichen Anteil kommt Vorstandskollege **Rüdiger Weitzel**. Er besitzt die Anteile über die Gesellschaften **RW Property Investment GmbH (30,4%)** und **ERWE Real Estate GmbH (3,3%)**. Weiterer größerer Aktionär mit einem Anteil von **11,4%** ist die Hamburger Beteiligungsgesellschaft **Elbstein AG**. Deren Vorstand Dr. Olaf Hein ist gleichzeitig der Aufsichtsratsvorsitzende von ERWE. **21,2%** der ERWE-Aktien befinden sich im **Freefloat**.

ERWE: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, ERWE Immobilien AG

Anhang: GuV und Bilanz

ERWE: GuV (in €)								
	2019	yoy	2020e	yoy	2021e	yoy	2022e	yoy
Mieterlöse	3.465.659	25,9%	5.750.000	65,9%	7.700.000	33,9%	8.470.000	10,0%
Aufwand zur Erzielung von Mieterträgen	2.099.861	31,4%	2.400.000	14,3%	3.003.000	25,1%	3.218.600	7,2%
Nettomietergebnis (NOI)	1.365.798	18,4%	3.350.000	145,3%	4.697.000	40,2%	5.251.400	11,8%
NOI-Marge	39,41%	-2,5 pp	58,26%	18,9 pp	61,00%	2,7 pp	62,00%	1,0 pp
Personalkosten	1.814.628	249,2%	4.100.000	125,9%	3.500.000	-14,6%	3.600.000	2,9%
Sonstige betriebl. Aufwendungen	3.061.501	62,1%	3.050.000	-0,4%	3.126.250	2,5%	3.204.406	2,5%
Sonstige betriebl. Erträge	841.999	-24,6%	928.268	10,2%	952.120	2,6%	975.268	2,4%
Bewertungsergebnis	12.569.200	30,9%	10.500.000	-16,5%	15.750.000	50,0%	13.750.000	-12,7%
Ergebnis assoziierte Beteiligungen	1.639.052	n.m.	750.000	-54,2%	0	-100,0%	0	0,0%
EBIT	11.539.920	21,9%	8.378.268	-27,4%	14.772.870	76,3%	13.172.261	-10,8%
EBIT-Marge	332,98%	-10,9 pp	145,71%	-187,3 pp	191,86%	46,1 pp	155,52%	-36,3 pp
Zinserträge	10.910	-56,7%	5.386	-50,6%	12.386	130,0%	13.386	8,1%
Zinsaufwand	3.326.759	57,7%	6.500.000	95,4%	6.600.000	1,5%	6.700.000	1,5%
Finanzergebnis	10.892.403	44,8%	6.494.614	-40,4%	6.587.614	-1,4%	6.686.614	-1,5%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	8.224.071	11,4%	1.883.654	-77,1%	8.185.256	334,5%	6.485.647	-20,8%
EBT-Marge	237,30%	-30,9 pp	32,76%	-204,5 pp	106,30%	73,5 pp	76,57%	-29,7 pp
Steuern	-481.620	-119,5%	-2.300.000	377,6%	409.263	-117,8%	324.282	-20,8%
Steuerquote	-5,86%	-39,3 pp	-122,10%	-116,2 pp	5,00%	127,1 pp	5,00%	0,0 pp
Ergebnis n. Steuern	8.705.691	77,2%	4.183.654	-51,9%	7.775.993	85,9%	6.161.365	-20,8%
Anteile Dritter	437.631	0,8%	273.877	-37,4%	287.571	5,0%	301.949	5,0%
Konzernjahresüberschuss	8.268.060	84,6%	3.909.777	-52,7%	7.488.422	91,5%	5.859.416	-21,8%
Anzahl Aktien (Mio.)	16,56	0,0%	16,56	0,0%	16,56	0,0%	16,56	0,0%
Ergebnis n. Steuern je Aktie (€)	0,50	84,6%	0,24	-52,7%	0,45	91,5%	0,35	-21,8%

Quelle: Solventis Research, ERWE Immobilien AG

ERWE: Bilanz (in €)

	2019	yoy	2020e	yoy	2021e	yoy	2022e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand	19.055.016	-0,5%	3.450.000	-81,9%	4.620.000	33,9%	5.082.000	10,0%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	340.885	53,4%	565.575	65,9%	757.378	33,9%	833.116	10,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	3.535.649	275,3%	3.535.649	0,0%	3.535.649	0,0%	3.535.649	0,0%
Steuerforderungen	104.449	362,7%	104.449	0,0%	104.449	0,0%	104.449	0,0%
Summe Umlaufvermögen	23.035.999	13,3%	7.655.673	-66,8%	9.017.476	17,8%	9.555.214	6,0%
Sachanlagen	133.376.970	30,5%	187.477.892	40,6%	212.353.661	13,3%	232.254.276	9,4%
Finanzanlagen	6.224.752	35,7%	6.974.752	12,0%	6.974.752	0,0%	6.974.752	0,0%
Summe Anlagevermögen	139.601.722	30,7%	194.452.644	39,3%	219.328.413	12,8%	239.229.028	9,1%
Bilanzsumme	162.637.721	27,9%	202.108.317	24,3%	228.345.889	13,0%	248.784.242	9,0%
Passiva								
Gezeichnetes Kapital	16.562.922	0,0%	16.562.922	0,0%	16.562.922	0,0%	16.562.922	0,0%
Kapitalrücklage	11.020.843	0,0%	11.020.843	0,0%	11.020.843	0,0%	11.020.843	0,0%
Gewinnrücklagen	27.106.297	43,7%	31.016.074	14,4%	38.504.496	24,1%	44.363.911	15,2%
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	54.690.062	17,7%	58.599.839	7,1%	66.088.261	12,8%	71.947.676	8,9%
Anteile in Fremdbesitz	3.594.773	14,8%	3.594.773	0,0%	3.594.773	0,0%	3.594.773	0,0%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	58.284.835	17,5%	62.194.612	6,7%	69.683.034	12,0%	75.542.449	8,4%
Langfristige Schulden								
Übrige Rückstellungen	36.960	676,8%	1.000.000	2605,6%	1.339.130	33,9%	1.473.043	10,0%
Finanzverbindlichkeiten	69.726.396	68,0%	69.726.396	0,0%	69.726.396	0,0%	69.726.396	0,0%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	15.299.656	-2,8%	13.000.000	-15,0%	13.000.000	0,0%	13.000.000	0,0%
Leasingverbindlichkeiten	2.563.180	n.m.	2.363.180	-7,8%	2.363.180	0,0%	2.363.180	0,0%
Summe langfristige Schulden	87.626.192	53,1%	86.089.576	-1,8%	86.428.706	0,4%	86.562.619	0,2%
Kurzfristige Schulden								
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	946.506	-55,1%	1.570.382	65,9%	2.102.947	33,9%	2.313.241	10,0%
Finanzverbindlichkeiten	13.688.584	-18,6%	49.040.082	258,3%	65.959.703	34,5%	79.816.211	21,0%
Steuerverbindlichkeiten	16.318	-78,8%	27.074	65,9%	36.255	33,9%	39.881	10,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	1.686.003	43,1%	2.797.308	65,9%	3.745.961	33,9%	4.120.557	10,0%
Leasingverbindlichkeiten	389.283	n.m.	389.283	0,0%	389.283	0,0%	389.283	0,0%
Summe kurzfristige Schulden	16.726.694	-17,6%	53.824.129	221,8%	72.234.149	34,2%	86.679.173	20,0%
Bilanzsumme	162.637.721	27,9%	202.108.317	24,3%	228.345.889	13,0%	248.784.242	9,0%

Quelle: Solventis Research, ERWE Immobilien AG

Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach Art. 20 Verordnung EU Nr. 596/2014 und Delegierte Verordnung EU 2016/958 einschließlich möglicher 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: **17.11.2020, 08:00 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **17.11.2020, 09:00 Uhr**
- b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: quartalsweise.
- c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt/M.
- d) Vorangegangene Analysen: Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.
- e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten ohne Empfehlung zugänglich gemacht worden und ist danach ohne Empfehlungsänderung inhaltlich nicht wesentlich geändert worden.
- f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen zu dem hierfür angegebenen Datum und Zeit, soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.
- g) Die Analyse wird allen daran interessierten Personen zeitgleich bereitgestellt.

3. Disclosures

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie des Emittenten in den vergangenen 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Ersteller	Einschätzung	Kursziel	Marktpreis zum Veröffentlichungsdatum	Dauer der Gültigkeit
11.09.2020	Lengerich, Löchner	Kaufen	4,80	3,36	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.10.19 - 30.09.20)			Auftrags-research	
		in %		in %
Kaufen	48	96,0%	45	90,0%
Halten	2	4,0%	2	4,0%
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%
Insgesamt	50	100,0%	47	94,0%

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

Nico Löchner, Junior 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 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.