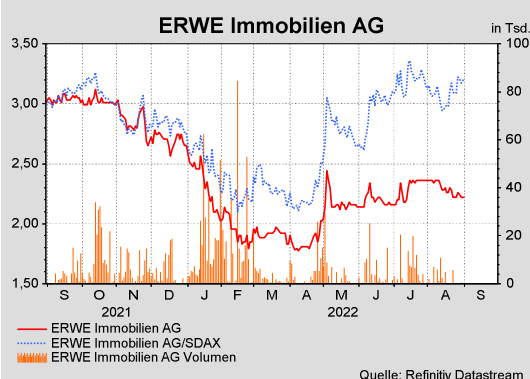


ERWE Immobilien AG Kaufen (Kaufen)

Kursziel	2,95 € (3,00 €)
Kurspotenzial	32,9%
Kurs (31.08.2022)	2,22 €
ISIN	DE000A1X3WX6
Marktkapitalisierung	54,5 Mio. €
Anzahl Aktien	18,22 Mio.
Marktsegment	Scale
Homepage	www.erwe-ag.com

Kennzahlen und Prognosen

In Mio. € / je Aktie in €	2021	2022e	2023e	2024e
Mieterlöse	7,9	10,3	11,8	13,2
NOI	4,4	5,6	6,5	7,3
EBIT ber.	-4,6	4,0	10,2	10,7
EBT	-11,6	-3,1	2,9	3,3
Ergebnis je Aktie	-0,51	-0,11	0,10	0,11
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00
NRV je Aktie	4,23	3,39	3,50	3,61
KGV	neg.	neg.	21,7	19,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurs/NRV	0,85	0,65	0,64	0,61
LTV-Quote	67,8%	69,5%	69,2%	68,0%



Finanzkalender

- November 2022: 9M-Bericht 2022
- 28.-30.11.2022: Eigenkapitalforum

Aktionärsstruktur

37,3% Elbstein AG
25,1% Stapelfeld Beteiligungs GmbH
20,9% RW Property Invest GmbH
2,2% ERWE Real Estate GmbH
14,5% Freefloat

Analysten

Ulf van Lengerich
Tel.: +49 (0) 6131 - 48 60 654
ulengerich@solventis.de

H1'2022: Planmäßige Mietentwicklung – Elbstein AG steigt mit 37,3% zum größten ERWE-Aktionär auf

ERWE verzeichnete im H1'2022 eine Steigerung der Mieterlöse um 22% auf 4,5 Mio. € (Vj. 3,7 Mio. €). Das Mietergebnis stieg überproportional um 30% auf 2,8 Mio. € (Vj. 2,1 Mio. €). Das H1'-Ergebnis fiel mit -3,2 Mio. € (Vj. -2,8 Mio. €) aber weiter negativ aus. Für schwarze Zahlen war das Bewertungsergebnis mit 0,5 Mio. € (Vj. 1,7 Mio. €) zu niedrig. Eine signifikante Änderung gab es im Aktionariat. Nach der Kapitalerhöhung (KE) im Juni und dem Übernahmeangebot (ÜA) im Anschluss hat die Elbstein AG ihren Anteil von 12,5% auf 37,3% deutlich ausgebaut. Damit steht ERWE ein finanzstarker und immobilien erfahrener Ankerinvestor an der Seite. Wir senken das Kursziel für die ERWE-Aktie auf 2,95 € (zuvor: 3,00 €) und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Die **Elbstein AG** hatte die Bezugsrechts-KE (Verhältnis 3:1, KE-Preis: 1,50 €) abgesichert und aufgrund der Abtretung der Bezugsrechte wesentlicher Aktionäre ihren Anteil von 12,5% auf 33,8% erhöht. Das anschließende Pflicht-ÜA zu einem Preis von 2,36 € wurde von 3,5% des Grundkapitals angenommen, so dass sich der Anteil der Elbstein AG auf insgesamt **37,3%** erhöhte.

Durch die starke Verwässerung der Bezugsrechts-KE sank der **NRV je Aktie** zum 30.06.2022 auf **3,46 €** (Q1'2022: 4,20 €). Beim aktuellen Kurs beträgt der Abschlag rd. 35%. Bis Ende 2022 rechnet ERWE mit einer stabilen Entwicklung des NRV je Aktie.

ERWE hat mit Unterstützung der Elbstein AG ein Delisting aus dem geregelten Markt durchgeführt. Damit sollen u.a. Kosten eingespart werden. Seit dem 01. September notiert die ERWE-Aktie dafür im Freiverkehrssegment **Scale** der Börse Frankfurt. Damit gelten weiterhin umfangreiche Transparenzpflichten, wie bspw. Halbjahresberichte und Investorenkonferenzen. ERWE hat angekündigt, ihre IR-Aktivitäten wie bisher aufrecht zu erhalten und bspw. weiter Quartalsberichte zu veröffentlichen.

Der **Verschuldungsgrad (LTV)** hat sich durch die Bezugsrechts-KE im Juni von 72,4% im Q1'2022 auf aktuell **69,6%** verbessert. Mit einem ähnlichen Niveau rechnet das Management auch zum Jahresende. Im aktuellen Umfeld halten wir diesen Wert allerdings als zu hoch. ERWE strebt mittelfristig einen Wert von < 60% an. Für eine Verbesserung könnten neben einer weiteren KE auch selektiv Objektverkäufe durchgeführt werden.

Zum Halbjahr lag der **Vermietungsstand** von ERWE stabil bei **89,3%**. Aufgrund laufender Verhandlungen rechnet ERWE im weiteren Jahresverlauf mit einem Anstieg der Auslastung.

Das **Bewertungsergebnis** (H1'2022: 0,5 Mio. €) reflektiert noch nicht die operativen Erfolge im Portfolio. Mit dem neuen externen Gutachten zum Jahresende rechnen wir mit einem positiven Bewertungsergebnis von insgesamt rd. 6 Mio. € (Vj. -2,0 Mio. €).

Für 2022 rechnet ERWE unverändert mit einem Anstieg der **Mieterlöse** auf **> 10 Mio. €** (Vj. 7,9 Mio. €). Wesentliche Treiber sind die erstmals ganzjährige Vermietung des Hotels in Speyer und die Akquisitionen in Wuppertal und Bremerhaven.

H1'2022: Operativ im Plan – aber weiter Verlust zum Halbjahr

ERWE erzielte im ersten Halbjahr 2022 **Erträge aus der Immobilienbewirtschaftung** von **4,46 Mio. €** (Vj. 3,65 Mio. €). Das Umsatzplus von 22% resultierte aus erstmals vollständig erhaltenen Mieten der Hotelgruppe Amedia in Speyer (im Vorjahreszeitraum erst ab April) und den Neuakquisitionen in Wuppertal (ab März 2022) und Bremerhaven (ab April 2022).

Die **Aufwendungen aus der Immobilienbewirtschaftung** erhöhten sich unterproportional um 11% auf **1,69 Mio. €** (Vj. 1,53 Mio. €).

Hieraus resultierte ein **Ergebnis aus der Immobilienbewirtschaftung (NOI)** von **2,76 Mio. €** (Vj. 2,13 Mio. €). Dies entspricht einem Zuwachs um 30%. Die **NOI-Marge** lag mit **61,9%** deutlich über dem Vorjahreswert von 58,4%.

ERWE führte im H1'2022 keine Neubewertung des Gesamtportfolios durch. Die erstmalige Bewertung der Akquisitionen Wuppertal und Bremerhaven hatten einen kleinen positiven Effekt von rd. 0,3 Mio. €. Das **Bewertungsergebnis** lag mit **0,54 Mio. €** allerdings deutlich unter Vorjahr (1,66 Mio. €). Im Vorjahr profitierte ERWE von einem Wertzuwachs der Liegenschaft in Friedrichsdorf.

Der **Personalaufwand** ist auf **2,44 Mio. €** (Vj. 2,23 Mio. €) gestiegen. Grund hierfür war v.a. das Ausscheiden eines Vorstandsmitglieds im Q1'2022.

Nach Abzug von sonstigen betrieblichen Erträgen und Aufwendungen erzielte ERWE ein knapp positives **EBIT** von **0,11 Mio. €** (Vj. 0,73 Mio. €).

Die **Finanzaufwendungen** stiegen leicht auf **3,54 Mio. €** (Vj. 3,44 Mio. €).

Nach Abzug des Finanzergebnisses wies ERWE ein **Ergebnis vor Steuern (EBT)** von **-3,42 Mio. €** (Vj. -2,70 Mio. €) aus. Bei einem Steuerertrag von 0,24 Mio. € (Vj. -0,13 Mio. €) lag das **Konzernergebnis** bei **-3,18 Mio. €** (Vj. -2,83 Mio. €).

Der **EPRA NRV je Aktie** ging zum 30.06.2022 aufgrund der Kapitalerhöhung signifikant auf **3,46 €** (Q1'2022: 4,20 €, Ende 2021: 4,23 €) zurück.

Bilanzausweitung bei stabiler Eigenkapitalquote

Durch die Zukäufe der beiden Objekte in Wuppertal und Bremerhaven und die Kapitalerhöhung ist die **Bilanzsumme** im H1'2022 deutlich auf **242,30 Mio. €** (Ende 2021: 220,10 Mio. €) gestiegen

Der dominierende Bilanzposten auf der **Aktivseite**, die **als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien**, legten durch die Zukäufe auf **221,74 Mio. €** (Ende 2021: 195,50 Mio. €) zu. Trotz der Kapitalerhöhung (Barmittelzufluss 9,07 Mio. €) gingen die **liquiden Mittel** auf **5,93 Mio. €** (Ende 2021: 8,57 Mio. €) zurück. Grund hierfür waren die Immobilienerwerbe und der negative operative Cashflow.

Auf der **Passivseite** stieg das **Eigenkapital** durch die Kapitalerhöhung auf **59,45 Mio. €** (Ende 2021: 53,55 Mio. €). Die **Finanzverbindlichkeiten** als größte Position der Passivseite erhöhten sich akquisitionsbedingt auf **166,35 Mio. €** (Ende 2021: 147,84 Mio. €).

Die **Eigenkapitalquote** blieb mit 24,5% (Ende 2020: 24,3%) stabil.

Verschuldungsgrad (LTV) durch KE wieder rückläufig

Der Verschuldungsgrad von Immobiliengesellschaften wird als Loan-to-Value (LTV) bezeichnet. Der LTV drückt das Verhältnis zwischen Netto-Finanzverbindlichkeiten und Immobilienvermögen zu Marktwerten aus. Die folgende Tabelle zeigt den LTV von ERWE zum 30.06.2022 und die Werte im Q1'2022 und GJ-Ende 2021.

ERWE: LTV

in Tsd. €	30.06.2022	31.03.2022	31.12.2021
Als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien	221.735	218.833	195.495
Geleistete Anzahlungen auf als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	0	0	1.256
+ Beteiligungen an Immobiliengesellschaften	8.751	8.751	8.751
= Immobilienvermögen	230.486	227.584	205.502
Finanzschulden	166.353	167.781	147.834
- liquide Mittel	-5.928	-3.071	-8.573
= bereinigte Nettofinanzverbindlichkeiten	160.425	164.710	139.261
Loan-to-Value (LTV)	69,6%	72,4%	67,8%

Quelle: Solventis Research, ERWE Immobilien AG

Der **LTV** lag zum 30.06.2022 bei **69,6%**. Die Verbesserung im Vergleich zum Stand vom Q1'2022 (72,4%) resultiert aus der im Juli durchgeführten Kapitalerhöhung.

Bis zum Jahresende geht das Management von einer stabilen Entwicklung des LTV aus. ERWE strebt mittelfristig einen LTV von 60% oder darunter an.

EPRA Net Reinstatement Value (EPRA NRV)

ERWE berichtet seit Ende 2020 den Substanzwert der Gesellschaft anhand der EPRA-Kennzahl NRV (Net Reinstatement Value). Der Wert wird unter der Annahme ermittelt, dass keine Immobilien veräußert werden. Er repräsentiert den Vermögenswert, der erforderlich wäre, um das Unternehmen gänzlich neu aufzubauen. Entsprechend werden die nicht bilanzierten impliziten Erwerbsnebenkosten (Grunderwerbsteuer) dem Eigenkapital zugeschlagen. Immaterielle Vermögenswerte werden nicht abgezogen.

Bei ERWE sank der EPRA NRV zum 30.06.2022 signifikant auf **3,46 €** je Aktie (Q1'2022: 4,20, 2021: 4,23 €). Die Bezugsrechtskapitalerhöhung (Verhältnis 3:1, KE-Preis: 1,50 €) hat zu dieser starken Verwässerung des NRV je Aktie geführt.

EPRA Net Reinstatement Value (NRV)

in Tsd. €	30.06.2022	31.03.2022	31.12.2021
Eigenkapital	59.445	51.414	53.555
abzgl. Minderheitsanteile	-2.326	-2.411	-2.483
Eigenkapital ERWE-Aktionäre	57.119	49.003	51.067
Verbindlichkeiten für latente Steuern auf als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien	14.672	14.514	14.467
Grunderwerbsteuer auf als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	13.203	13.006	11.615
Net Reinstatement Value (NRV)	84.994	76.523	77.149
Anzahl Aktien	24.562.922	18.219.214	18.219.214
Net Reinstatement Value (NRV) je Aktie	3,46	4,20	4,23

Quelle: Solventis Research, ERWE Immobilien AG

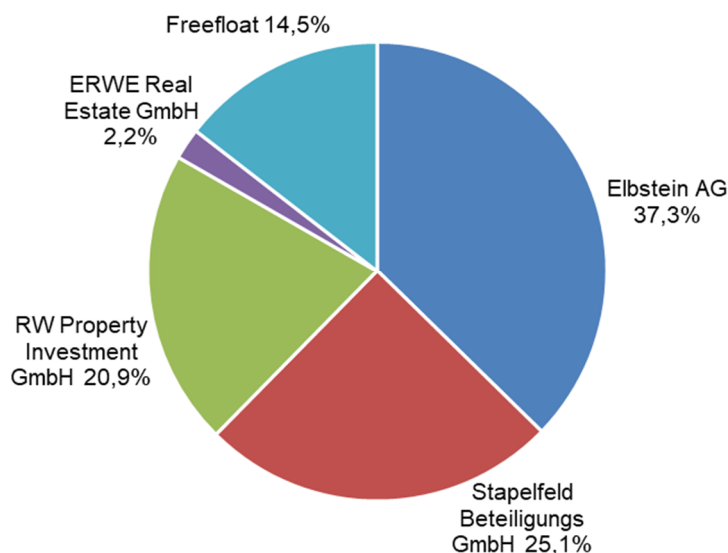
Bis zum Jahresende 2022 rechnet das Management von ERWE mit einer stabilen Entwicklung des EPRA NRV je Aktie.

Aktionärsstruktur: Elbstein AG erhöht über Anteil von 12,5% auf 37,3% und steigt damit zum größten ERWE-Aktionär auf

Nach der Bezugsrechtskapitalerhöhung und dem anschließenden Übernahmeangebot ist die **Elbstein AG** zum größten Aktionär von ERWE aufgestiegen. Der Anteil an ERWE stieg von 12,5% auf **37,3%**. Des Weiteren wird das Aktionariat von den Gründungsinvestoren und Vorständen Axel Harloff und Rüdiger Weitzel geprägt. Ihre Anteile sanken allerdings durch die Abtretung der Bezugsrechte an die Elbstein AG. **Axel Harloff** und seine Familie halten über die **Stapelfeld Beteiligungs GmbH** jetzt **25,1%** an ERWE (zuvor: 33,9%). Vorstandskollege **Rüdiger Weitzel** kommt aktuell auf **23,1%** (zuvor: 31,2%). Er besitzt die Anteile über die Gesellschaften **RW Property Investment GmbH (20,9%)** und **ERWE Real Estate GmbH (2,2%)**.

Der **Freefloat** von ERWE hat sich durch die Kapitalerhöhung und das Übernahmeangebot von 22,4% auf **14,5%** reduziert.

ERWE: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, ERWE Immobilien AG

Bewertung

ERWE berechnet als Substanzwert den **EPRA NRV (Net Reinstatement Value)**. Der Wert wird unter der Annahme ermittelt, dass keine Immobilien veräußert werden. Er repräsentiert den Vermögenswert, der erforderlich wäre, um das Unternehmen gänzlich neu aufzubauen. Entsprechend werden die nicht bilanzierten implizierten Erwerbsnebenkosten (Gründerwerbsteuer) dem EK zugeschlagen. Immaterielle Vermögenswerte werden nicht abgezogen. Die Berechnung kann auf der Seite 4 nachvollzogen werden.

Wir setzen diesen Wert unverändert als Bewertungsmaßstab für die ERWE-Aktie an und berücksichtigen hierauf weiterhin einen **Sicherheitsabschlag** von 15%. Dieser entspricht in etwa den hinzugerechneten Erwerbsnebenkosten. Damit bewegen wir uns auf dem Niveau des konservativeren EPRA NTA. Auch das anhaltend negative Marktumfeld für Immobilienaktien (insb. durch gestiegene Zinsen) spricht für einen solchen Sicherheitsabschlag.

Bei ERWE hat sich der EPRA NRV je Aktie im Q2'2022 stark auf **3,46 €** reduziert. Zum 31.03.2022 lag der Wert noch bei 4,20 € je ERWE-Aktie. Grund für den signifikanten Rückgang war die 3:1 Bezugsrechtskapitalerhöhung im Juni zu einem Preis von 1,50 € je Aktie, die zu einer starken Verwässerung geführt hat.

Wir hatten die Verwässerung bereits in unserem vorherigen Update berücksichtigt. Mit dem aktuell ausgewiesenen EPRA NRV und einem unveränderten Abschlag von 15% berechnen wir für die ERWE-Aktie einen neuen fairen Wert von **2,95 €** (zuvor: 3,00 €).

Wir reduzieren unser Kursziel für die ERWE-Aktie von 3,00 € auf 2,95 € und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Finanzkalender

- November 2022: Veröffentlichung 9M-Bericht 2022
- 28.-30.11.2022: Deutsches Eigenkapitalforum 2022

ERWE: GuV (in €)

	2021	yoy	2022e	yoy	2023e	yoy	2024e	yoy
Mieterlöse	7.890.836	41,2%	10.258.087	30,0%	11.796.800	15,0%	13.212.416	12,0%
Aufwand zur Erzielung von Mieterträgen	3.468.499	17,3%	4.616.139	33,1%	5.308.560	15,0%	5.945.587	12,0%
Nettomietergebnis (NOI)	4.422.337	68,0%	5.641.948	27,6%	6.488.240	15,0%	7.266.829	12,0%
NOI-Marge	56,04%	9,0 pp	55,00%	-1,0 pp	55,00%	0,0 pp	55,00%	0,0 pp
Personalkosten	4.322.853	-11,1%	4.624.505	7,0%	4.963.635	7,3%	5.162.180	4,0%
Sonstige betriebl. Aufwendungen	4.116.125	-8,7%	4.403.351	7,0%	4.726.263	7,3%	4.915.314	4,0%
Sonstige betriebl. Erträge	1.247.256	-0,2%	1.334.290	7,0%	1.432.138	7,3%	1.489.424	4,0%
Bewertungsergebnis	-2.011.576	-129,6%	6.000.000	398,3%	12.000.000	100,0%	12.000.000	0,0%
Ergebnis assoziierte Beteiligungen	-19.490	-100,7%	-19.490	0,0%	-19.490	0,0%	-19.490	0,0%
EBIT	-4.800.451	-141,6%	3.928.893	181,8%	10.210.990	159,9%	10.659.268	4,4%
EBIT-Marge	-60,84%	55,8 pp	38,30%	99,1 pp	86,56%	48,3 pp	80,68%	-5,9 pp
Zinserträge	16.295	21,7%	13.386	-17,9%	16.778	25,3%	18.325	9,2%
Zinsaufwand	6.764.116	2,6%	7.000.000	3,5%	7.300.000	4,3%	7.400.000	1,4%
Finanzergebnis	-6.747.821	-103,5%	-6.986.614	-3,5%	-7.283.222	-4,2%	-7.381.675	-1,4%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	-11.548.272	-240,4%	-3.057.721	73,5%	2.927.768	195,7%	3.277.593	11,9%
EBT-Marge	-146,35%	-98,5 pp	-29,81%	116,5 pp	24,82%	54,6 pp	24,81%	-0,0 pp
Steuern	-1.387.465	50,1%	-152.886	89,0%	146.388	195,7%	163.880	11,9%
Steuerquote	12,01%	-91,8 pp	5,00%	-7,0 pp	5,00%	0,0 pp	5,00%	0,0 pp
Ergebnis n. Steuern	-10.160.807	-9979,3%	-2.904.835	71,4%	2.781.380	195,7%	3.113.714	11,9%
Anteile Dritter	-959.011	-520,8%	-274.168	71,4%	262.516	195,7%	293.883	11,9%
Konzernjahresüberschuss	-9.201.796	-3675,7%	-2.630.667	71,4%	2.518.864	195,7%	2.819.831	11,9%
Anzahl Aktien (Mio.)	18,22	10,0%	24,56	34,8%	24,56	0,0%	24,56	0,0%
Ergebnis n. Steuern je Aktie (€)	-0,51	-3350,1%	-0,11	78,8%	0,10	195,7%	0,11	11,9%

Quelle: Solventis Research, ERWE Immobilien AG

ERWE: Bilanz (in €)

	2021	yoy	2022e	yoy	2023e	yoy	2024e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand	8.573.056	7,7%	6.154.852	-28,2%	7.078.080	15,0%	9.248.691	30,7%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	611.257	8,9%	794.634	30,0%	913.829	15,0%	1.023.489	12,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	2.484.785	8,9%	2.484.785	0,0%	2.484.785	0,0%	2.484.785	0,0%
Steuerforderungen	36.298	38,2%	36.298	0,0%	36.298	0,0%	36.298	0,0%
Summe Umlaufvermögen	11.705.396	8,1%	9.470.569	-19,1%	10.512.992	11,0%	12.793.263	21,7%
Sachanlagen	196.926.366	1,4%	221.137.898	12,3%	230.907.123	4,4%	233.841.035	1,3%
Finanzanlagen	10.161.632	-0,1%	10.161.632	0,0%	10.161.632	0,0%	10.161.632	0,0%
Summe Anlagevermögen	208.396.092	2,0%	232.607.624	11,6%	242.376.849	4,2%	245.310.761	1,2%
Bilanzsumme	220.101.488	2,3%	242.078.193	10,0%	252.889.841	4,5%	258.104.023	2,1%
Passiva								
Gezeichnetes Kapital	18.219.214	10,0%	24.562.922	52,1%	24.562.922	0,0%	24.562.922	0,0%
Kapitalrücklage	14.687.361	33,3%	17.843.653	21,5%	17.843.653	0,0%	17.843.653	0,0%
Gewinnrücklagen	18.160.163	-33,6%	15.529.496	-14,5%	18.048.360	16,2%	20.868.191	15,6%
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	51.066.738	-7,1%	57.936.071	13,5%	60.454.935	4,3%	63.274.766	4,7%
Anteile in Fremdbesitz	2.482.949	-27,8%	2.482.949	0,0%	2.482.949	0,0%	2.482.949	0,0%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	53.549.687	-8,3%	60.419.020	12,8%	62.937.884	4,2%	65.757.715	4,5%
Langfristige Schulden								
Übrige Rückstellungen	975.456	-32,6%	1.268.093	30,0%	1.458.307	15,0%	1.633.304	12,0%
Finanzverbindlichkeiten	113.076.405	100,3%	113.076.405	0,0%	113.076.405	0,0%	113.076.405	0,0%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	11.133.137	-11,1%	13.000.000	16,8%	14.950.000	15,0%	16.744.000	12,0%
Leasingverbindlichkeiten	1.804.018	-16,6%	2.363.180	31,0%	2.717.657	15,0%	3.043.776	12,0%
Summe langfristige Schulden	126.989.016	74,9%	129.707.678	2,1%	132.202.369	1,9%	134.497.484	1,7%
Kurzfristige Schulden								
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	227.011	-87,9%	295.114	30,0%	339.381	15,0%	380.107	12,0%
Finanzverbindlichkeiten	34.757.455	-56,0%	45.855.557	31,9%	50.814.754	10,8%	50.142.206	-1,3%
Sonstige Verbindlichkeiten	4.075.018	45,0%	5.297.523	30,0%	6.092.152	15,0%	6.823.210	12,0%
Leasingverbindlichkeiten	503.300	25,6%	503.300	0,0%	503.300	0,0%	503.300	0,0%
Summe kurzfristige Schulden	39.562.784	-53,0%	51.951.494	31,3%	57.749.588	11,2%	57.848.823	0,2%
Bilanzsumme	220.101.487	2,3%	242.078.192	10,0%	252.889.840	4,5%	258.104.022	2,1%

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: **01.09.2022, 15:00 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **01.09.2022, 15:30 Uhr**
- b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: Quartalsweise.
- c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt/M.
- d) Vorangegangene Analysen: Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.
- e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten ohne Empfehlung zugänglich gemacht worden und ist danach ohne Empfehlungsänderung inhaltlich nicht wesentlich geändert worden.
- f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen zu dem hierfür angegebenen Datum und Zeit, soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.
- g) Die Analyse wird allen daran interessierten Personen zeitgleich bereitgestellt.

3. Disclosures

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

Veröffentlichungsdatum	Ersteller	Einschätzung	Kursziel	Marktpreis zum Veröffentlichungsdatum	Dauer der Gültigkeit
02.09.2021	Ulf van Lengerich	Kaufen	4,30 €	3,38 €	12 Monate
22.11.2021	Ulf van Lengerich	Kaufen	4,30 €	3,20 €	12 Monate
05.05.2022	Ulf van Lengerich	Kaufen	3,00 €	2,44 €	12 Monate
03.06.2022	Ulf van Lengerich	Kaufen	3,00 €	2,14 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.07.21 - 30.06.22)		in %	Auftrags- research	in %
Kaufen	44	91,7%	43	89,6%
Halten	4	8,3%	4	8,3%
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%
Insgesamt	48	100,0%	47	97,9%

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

Ulf van Lengerich, 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.