

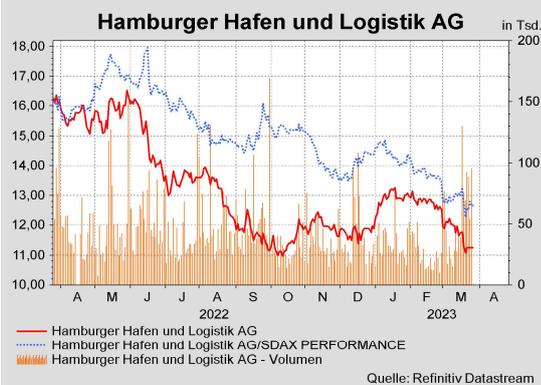
HHLA

Kaufen (-)

Kursziel	13,70 € (-)
Kurspotenzial	21,9%
Kurs (27.03.2023)	11,24 €
ISIN	DE000A0S8488
Marktkapitalisierung	815,1 Mio. €
Anzahl Aktien	72,5 Mio.
Marktsegment	Prime Standard
Homepage	hbla.de

Kennzahlen und Prognosen

in Mio. €/ je Aktie in €	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	1.542	1.542	1.619	1.700
EBITDA	370	334	378	410
EBITDA-Marge	24,0%	21,6%	23,4%	24,1%
EBIT	202	154	194	221
EBIT-Marge	13,1%	10,0%	12,0%	13,0%
Ergebnis je Aktie	1,13	0,80	1,07	1,25
Dividende je Aktie	0,75	0,56	0,75	0,80
Buchwert je Aktie	11,16	11,21	11,72	12,22
EV/Umsatz	1,1	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	4,5	4,9	4,3	4,0
EV/EBIT	8,2	10,6	8,4	7,4
KGV	10,5	14,0	10,5	9,0
Dividendenrendite	6,3%	5,0%	6,7%	7,1%
Kurs/Buchwert	1,0	1,0	1,0	0,9



Finanzkalender

- 15.05.2023: Bericht zum Q1'2023
- 15.06.2023: Hauptversammlung 2023
- 15.08.2023: Halbjahresbericht 2023

Aktionärsstruktur

69,2% Freie und Hansestadt Hamburg
30,8% Freefloat

Analysten

Klaus Schlote
Tel.: +49 (0) 6131 – 48 60 651
kschlote@solventis.de

„Untiefen“ erschweren Blick auf 2023

Die Entwicklung des börsennotierten Teilkonzerns **Hafenlogistik der Hamburger Hafen und Logistik AG (HHLA)** war auch **2022 von den Störungen der weltweiten Handelsströme geprägt. Hinzu kam die Schließung des Terminals in Odessa im Feb. 2022 infolge des Ukraine-Kriegs. Die Guidance von 160 - 195 Mio. € für das EBIT 2022 wurde mit 202 Mio. € übertroffen. Das Umsatzplus von 7,4% auf 1,54 Mrd. € lag im Rahmen der Erwartungen. Geopolitische Spannungen, hohe Inflation und ein gebremstes Wirtschaftswachstum lassen HHLA verhalten auf 2023 schauen: Der Umsatz wird auf Vorjahresniveau und das EBIT im Bereich von 145 - 175 Mio. € erwartet. Wir sehen den fairen Wert der HHLA-Aktie bei 13,66 €. Wir stellen das Kursziel auf 13,70 € und empfehlen, die HHLA-Aktie zu kaufen.**

Die finanziellen Auswirkungen der seeseitigen Schließung des Containerterminals in Odessa (CTO) auf die Gruppe sind gering. 2021 trug CTO 2% zum Umsatz und 4% zum EBIT bei. Die Hinterlandtransporte für wichtige Güter laufen weiter.

Mit einem Rückgang um 7,9% blieb der Containerumschlag 2022 hinter den Erwartungen zurück. Die Lieferkettenprobleme überlasteten die wichtigsten europäischen Häfen in der Nordrange und in der Deutschen Bucht stauten sich die Containerschiffe. Dagegen konnte der Containertransport das Vorjahresniveau behaupten. Im Intermodalgeschäft punktete die HHLA vor allem mit ihren Bahntransporten. Der Bahnanteil am gesamten HHLA-Intermodaltransportvolumen stieg von 81,6% auf 83,2%.

Konträr zur Entwicklung der Volumina wurde das EBIT im Segment Container deutlich gesteigert (+12,8% yoy). Hierzu trugen erhöhte Lagergeldlöse maßgeblich bei. Ursächlich waren die längere Verweildauer von Containern auf den Terminals infolge der „gestressten“ Nordrange-Häfen in Verbund mit temporär ausgeschöpften Lagerkapazitäten auf den Terminals.

Anders als im Segment Container war die Profitabilität im Segment Intermodal bei behaupteten Transportvolumen deutlich rückläufig. Das EBIT fiel ggü. Vj. um 19,5% oder 15,5 Mio. €. Im Q3'2021 war eine rückwirkend gewährte höhere Trassenpreisförderung von 11 Mio. € enthalten. Hinzukamen Störungen in den Lieferketten, die überlastete deutsche Bahninfrastruktur (Baumaßnahmen, Unwetter) sowie die stark gestiegenen Energiekosten, die nur zeitverzögert weitergegeben werden konnten.

HHLA generierte 2022 einen Free Cashflow von 125,5 Mio. € (Vj. 95,2 Mio. €). Höhere Zinsen verringerten die Pensionsrückst., was neben dem Jahresüberschuss und den Anteilen Dritter die EK-Quote auf 32,0% (Vj. 25,1%) erhöhte. Der ROCE wurde mit 9,8% (Vj. 10,9%) berichtet. Bei einem gewichteten Kapitalkostensatz von 8,5% erwirtschaftete der Konzern damit einen positiven Wertbeitrag.

Die Minderheitsbeteiligung (<25,0%) der chinesischen CSPL am Container Terminal Tollerort (CTT) ist noch nicht vollzogen. Die Beteiligung würde der HHLA vermutlich zusätzliches Containervolumen zuführen.

Die Dividendenpolitik der HHLA sieht vor, dass zwischen 50 und 70% des Jahresüberschusses nach Anteilen Dritter ausgeschüttet werden. Die Dividende soll unverändert 0,75 € betragen. Dazu ergibt sich eine attraktive Dividendenrendite von 6,7%.

Bewertung

Unser **DCF-Modell** basiert u.a. auf Angaben aus dem Geschäftsbericht für 2022, der am 23.3.2023 veröffentlicht wurde. Wesentlich ist dabei die von der HHLA erwartete Ertragslage der Gesellschaft. Nachdem Umsatz und EBIT 2022 von temporär stark erhöhten Lagergelderlösen profitierten, sieht die **HHLA 2023** den **Umsatz des börsennotierten Teilkonzerns Hafenlogistik auf Vorjahresniveau (1.542 Mio. €)**. **Das EBIT soll von 202 Mio. € auf 145 - 175 Mio. € zurückgehen**. Bei normalisierten Lagergelderlösen wird das EBIT im Segment Container weit unter Vorjahr liegen, während im Segment Intermodal ein moderater Anstieg geguided wird.

Die **Nettofinanzverbindlichkeiten** inkl. Pensionsrückstellungen (337 Mio. €) und Leasingverbindlichkeiten (IFRS 16, 285 Mio. €) setzen wir mit 738 Mio. € an. Darin sind die langfristigen Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Unternehmen und Personen in Höhe von 423 Mio. € nicht enthalten, die im Wesentlichen aus den Leasingverbindlichkeiten ggü. der Hamburg Port Authority resultieren.

Auf Basis des DCF-Modells kommen wir auf einen **fairen Wert von 13,66 €** je HHLA-Aktie. Das **Kursziel** verbunden mit eine **Kaufempfehlung** setzen wir auf **13,70 €**.

HHLA: DCF-Modell (in Tsd. €)

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Terminal Value
Umsatz	1.542.253	1.619.366	1.700.334	1.768.347	1.821.398	1.876.040	1.932.321	
Veränderung in %	0,0%	5,0%	5,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
EBITDA	333.724	378.455	410.352	442.605	456.073	469.833	483.915	
EBITDA-Marge	21,6%	23,4%	24,1%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
EBIT	154.225	194.324	221.043	247.569	254.996	262.646	270.525	
EBIT-Marge	10,0%	12,0%	13,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	
NOPLAT	107.958	136.027	154.730	173.298	178.497	183.852	189.367	195.048
Reinvestment Rate	31,9%	34,8%	34,8%	32,5%	31,5%	31,5%	31,5%	27,1%
FCFF	73.507	88.653	100.959	116.972	122.182	125.926	129.690	2.589.111
WACC	6,1%	6,2%	6,2%	6,3%	6,4%	6,4%	6,5%	6,5%
Kumuliertes WACC	106,1%	112,6%	119,6%	127,1%	135,2%	143,9%	153,2%	163,2%
Barwerte der FCFF	69.287	78.715	84.401	92.005	90.363	87.514	84.639	1.586.685

Berechnung Wert pro Aktie		Modellparameter TV		Sensitivitätsanalyse						
Summe Barwerte Planphase	586.923	EBIT-Marge	14,0%	Wachstumsrate						
Barwert Terminal Value	1.586.685	Steuersatz	30,0%		0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	
<i>in % des Unternehmenswerts</i>	<i>73,0%</i>	Ewiges Wachstum	1,0%	WACC	6,0%	13,76	14,81	15,96	17,24	18,65
Unternehmenswerts	2.173.608	WACC	6,5%	6,2%	12,75	13,71	14,75	15,90	17,18	
Netto-Finanzschulden	783.356			6,5%	11,83	12,70	13,66	14,70	15,85	
Minderheiten	400.000			6,7%	10,98	11,78	12,65	13,60	14,65	
Beteiligungen	0			7,0%	10,20	10,94	11,74	12,61	13,55	
Wert des Eigenkapitals	990.252				EBIT-Marge					
						12,0%	13,0%	14,0%	15,0%	16,0%
Anzahl an Aktien (in Mio.)	72,51			WACC	6,0%	11,22	13,59	15,96	18,33	20,70
Wert pro Aktie	13,66			6,2%	10,25	12,50	14,75	17,00	19,25	
				6,5%	9,37	11,51	13,66	15,80	17,94	
				6,7%	8,56	10,61	12,65	14,70	16,74	
				7,0%	7,83	9,78	11,74	13,69	15,65	

Quelle: Solventis Research, HHLA

Peergroup-Vergleich

Der Peergroup-Vergleich gestaltet sich schwierig, da es außer der Eurokai GmbH & Co. KGaA und BLG AG keine notierten deutschen Hafenaktien gibt. Für die BLG gibt es Schätzungen. Die beiden Unternehmen HHLA und Eurokai sind schon sehr verschieden. Ihre Bewertungsparameter weisen darauf hin, dass Hafengebiete derzeit nicht zu den Börsenlieblingen zählen.

Auf den ersten Blick scheint Eurokai erheblich profitabler zu sein als HHLA, erkaufte dies aber mit einer deutlich geringeren Reinvestment Rate, also möglicherweise zu Lasten zukünftigen Wachstums. Eine wie auch immer geartete Zusammenarbeit beider Unternehmen könnte die Position der deutschen Häfen in der Nordrange stärken.

Mit Verweis auf die aktuelle geopolitische Situation wurden Kooperationsgespräche zwischen HHLA und Eurogate (50% Eurokai, 50% BLG) - bezüglich der Containerterminals - am 1.7.2022 offiziell beendet. Eine Wiederaufnahme der Gespräche zu einem späteren Zeitpunkt ist wahrscheinlich. Eurogate verfügt in der Nordrange über Terminals in Bremen, Bremerhaven, Wilhelmshaven und Hamburg.

Gemessen am Containerumschlag sind Rotterdam und Antwerpen in der Nordrange wesentlich größer als der Hamburger Hafen.

HHLA: Peergroup-Vergleich

Ticker	Kurs in € 27.03.2023	KGV 2022	KGV 2023e	KGV 2024e	EV/EBITDA 2023e	EV/EBITDA 2024e	EV/EBIT 2023e	EV/EBIT 2024e	Ebit- Marge 2023e	Ebit- Marge 2024e	Kurs/ Buchwert 2023e	Kurs/ Buchwert 2024e	EV/Sales 2023e	EV/Sales 2024e	Dividenden rendite 2023e
EUROKAI GmbH & Co KgA	29,00	5,0	8,8	7,9	7,2	7,4	10,6	11,1	21,4%	21,0%	0,8	0,7	2,3	2,3	2,8%
Durchschnitt (ungewichtet)		5,0	8,8	7,9	7,2	7,4	10,6	11,1	21,4%	21,0%	0,8	0,7	2,3	2,3	2,8%
MEDIAN		5,0	8,8	7,9	7,2	7,4	10,6	11,1	21,4%	21,0%	0,8	0,7	2,3	2,3	2,8%
Hamburger Hafen und Logist	11,24	9,7	13,1	12,7	4,7	3,9	10,1	8,3	10,3%	10,5%	1,1	1,1	1,0	0,9	6,3%
Abweichung vom Median		94,2%	48,7%	59,4%	-35,5%	-47,7%	-4,2%	-25,3%	-52,0%	-50,1%	40,0%	45,9%	-54,0%	-62,7%	121,8%

Quelle: Solventis Research, HHLA

Freie und Hansestadt Hamburg dominierende Großaktionärin

Der Konzern Hamburger Hafen und Logistik AG (HHLA) ist in die Teilkonzerne Hafenlogistik und Immobilien unterteilt. Die Freie und Hansestadt Hamburg hält 69,25% der Aktien des Teilkonzerns Hafenlogistik und 100% der Aktien des Teilkonzerns Immobilien (nicht hafenumschlagspezifische Immobilien der HHLA wie die Hamburger Speicherstadt). Nicht ganz korrekt wird die börsennotierte Hafenlogistik auch als HHLA bezeichnet. Weitere Aktionäre mit mehr als 3% der Stimmrechte sind nicht bekannt. Eine Zusammenarbeit mit der Eurogate (50% Eurokai, 50% BLG), die in der Nordrange über Terminals in Bremen, Bremerhaven, Wilhelmshaven und Hamburg verfügt, könnte Veränderungen im Aktionariat zur Folge haben. Das ist derzeit aber nicht absehbar.

HHLA: GuV (in Tsd. €)

	2022	yoy	2023e	yoy	2024e	yoy	2025e	yoy
Umsatz	1.542.253	7,4%	1.542.253	0,0%	1.619.366	5,0%	1.700.334	5,0%
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	3.338	8,1%	3.338	0,0%	3.505	5,0%	3.680	5,0%
andere aktivierte Eigenleistungen	4.870	58,1%	4.870	0,0%	5.114	5,0%	5.369	5,0%
Gesamtleistung	1.550.461	0,0%	1.550.461	0,0%	1.627.984	0,0%	1.709.383	0,0%
sonstige betriebliche Erträge	41.653	-9,7%	44.632	7,2%	47.007	5,3%	49.490	5,3%
Materialaufwand	476.345	19,7%	476.345	0,0%	500.162	5,0%	525.170	5,0%
Rohergebnis nach GKV	1.115.769	2,4%	1.118.748	0,3%	1.174.829	5,0%	1.233.703	5,0%
Personalaufwand	567.846	2,9%	597.441	5,2%	606.079	1,4%	626.609	3,4%
sonstige betriebliche Aufwendungen	178.291	15,7%	187.583	5,2%	190.295	1,4%	196.741	3,4%
EBITDA	369.632	-3,8%	333.724	-9,7%	378.455	13,4%	410.352	8,4%
EBITDA-Marge	23,97%	-2,8 pp	21,64%	-2,3 pp	23,37%	1,7 pp	24,13%	0,8 pp
Abschreibungen	168.023	-2,0%	179.499	6,8%	184.131	2,6%	189.309	2,8%
EBIT	201.609	-5,2%	154.225	-23,5%	194.324	26,0%	221.043	13,8%
EBIT-Marge	13,07%	-1,7 pp	10,00%	-3,1 pp	12,00%	2,0 pp	13,00%	1,0 pp
Erträge aus Beteiligungen	4.853	11,6%	4.853	0,0%	4.853	0,0%	4.853	0,0%
Zinserträge	2.801	67,9%	2.801	0,0%	2.922	4,3%	3.049	4,3%
Zinsaufwand	31.376	-21,2%	38.042	21,2%	36.400	-4,3%	36.021	-1,0%
Finanzergebnis	-23.722	30,1%	-30.388	-28,1%	-28.625	5,8%	-28.119	1,8%
Ergebnis vor Steuern (EBT)	177.887	-0,4%	123.837	-30,4%	165.699	33,8%	192.924	16,4%
EBT-Marge	11,53%	-0,9 pp	8,03%	-3,5 pp	10,23%	2,2 pp	11,35%	1,1 pp
Steuern	55.447	0,8%	37.151	-33,0%	49.710	33,8%	57.877	16,4%
Steuerquote	31,17%	0,4 pp	30,00%	-1,2 pp	30,00%	0,0 pp	30,00%	0,0 pp
Ergebnis n. Steuern	122.440	-1,0%	86.686	-29,2%	115.989	33,8%	135.047	16,4%
Anteile Dritter	40.375	96,4%	28.585	-29,2%	38.248	33,8%	44.532	16,4%
Konzernjahresüberschuss	82.065	-20,4%	58.101	-29,2%	77.741	33,8%	90.515	16,4%
Anzahl Aktien	72.514.938	0,6%	72.514.938	0,0%	72.514.938	0,0%	72.514.938	0,0%
Ergebnis je Aktie	1,13	-20,9%	0,80	-29,2%	1,07	33,8%	1,25	16,4%

Quelle: Solventis Research, HHLA

HHLA: Bilanz (in Tsd. €)

	2022	yoy	2023e	yoy	2024e	yoy	2025e	yoy
Aktiva								
Sachanlagen	1.147.951	4,9%	1.212.487	5,6%	1.279.499	5,5%	1.349.192	5,4%
Leasing Nutzungsrechte	637.942	-5,8%	608.709	-4,6%	582.293	-4,3%	558.535	-4,1%
Immaterielle Vermögenswerte	124.417	3,8%	123.566	-0,7%	123.486	-0,1%	124.121	0,5%
Finanzanlagen	18.359	-8,0%	18.359	0,0%	18.359	0,0%	18.359	0,0%
Latente Steuern	87.804	-37,6%	87.804	0,0%	87.804	0,0%	87.804	0,0%
Sonstige langfristige Vermögenswerte Nach der Equity-Methode bilanzierte Unternehmen	15.529	28,9%	15.529	0,0%	15.529	0,0%	15.529	0,0%
Summe Anlagevermögen	2.050.674	-1,5%	2.085.125	1,7%	2.125.642	1,9%	2.172.213	2,2%
Umlaufvermögen								
Kasse	115.511	-25,3%	115.511	0,0%	121.287	5,0%	127.351	5,0%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	205.209	10,0%	205.209	0,0%	215.469	5,0%	226.243	5,0%
Vorräte	34.488	3,0%	34.488	0,0%	36.212	5,0%	38.023	5,0%
Steuerforderungen	6.778	1283,3%	6.778	0,0%	6.778	0,0%	6.778	0,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte Forderungen gegen nahestehende Unternehmen und Personen	42.558	-0,3%	42.558	0,0%	42.558	0,0%	42.558	0,0%
Summe Umlaufvermögen	479.663	-3,6%	479.663	0,0%	497.423	3,7%	516.072	3,7%
Summe Aktiva	2.530.337	-1,9%	2.564.788	1,4%	2.623.065	2,3%	2.688.285	2,5%
Passiva								
Gezeichnetes Kapital	72.515	0,0%	72.515	0,0%	72.515	0,0%	72.515	0,0%
Kapitalrücklage	179.212	0,0%	179.212	0,0%	179.212	0,0%	179.212	0,0%
Gewinnrücklagen	505.754	4,2%	533.433	5,5%	550.863	3,3%	574.185	4,2%
Kumuliertes übriges comprehensive income	-22.988	80,5%	-46.952	-104,2%	-27.312	41,8%	-14.538	46,8%
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	734.493	18,7%	738.208	0,5%	775.278	5,0%	811.374	4,7%
Anteile in Fremdbesitz	74.835	170,9%	74.835	0,0%	74.835	0,0%	74.835	0,0%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	809.328	25,2%	813.043	0,5%	850.113	4,6%	886.209	4,2%
Langfristige Schulden								
Pensionsrückstellungen	332.254	-31,2%	338.899	2,0%	345.677	2,0%	352.591	2,0%
Übrige Rückstellungen	148.107	-5,4%	148.107	0,0%	155.512	5,0%	163.288	5,0%
Finanzverbindlichkeiten	237.508	-0,4%	237.508	0,0%	237.508	0,0%	237.508	0,0%
langfristige Leasingverbindlichkeiten	264.415	-4,5%	252.298	-4,6%	241.349	-4,3%	231.502	-4,1%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	21.077	17,4%	21.077	0,0%	22.131	5,0%	23.237	5,0%
Langfristige Verbindlichkeiten gegenüber nahestehenden Unternehmen und Personen	422.594	-2,5%	422.594	0,0%	422.594	0,0%	422.594	0,0%
Summe langfristige Schulden	1.425.955	-11,2%	1.420.483	-0,4%	1.424.772	0,3%	1.430.720	0,4%
Kurzfristige Schulden								
Übrige Rückstellungen	29.492	5,2%	29.492	0,0%	30.967	5,0%	32.515	5,0%
Finanzverbindlichkeiten	44.506	-32,2%	81.639	83,4%	90.203	10,5%	104.480	15,8%
kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	20.184	19,3%	19.259	-4,6%	18.423	-4,3%	17.672	-4,1%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	102.554	3,8%	102.554	0,0%	107.682	5,0%	113.066	5,0%
Steuerverbindlichkeiten	1.423	-89,4%	1.423	0,0%	1.494	5,0%	1.569	5,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	50.328	3,9%	50.328	0,0%	52.844	5,0%	55.487	5,0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber nahestehenden Unternehmen und Personen	46.567	-14,9%	46.567	0,0%	46.567	0,0%	46.567	0,0%
Summe kurzfristige Schulden	295.054	-9,5%	331.262	12,3%	348.180	5,1%	371.355	6,7%
Summe Passiva	2.530.337	-1,9%	2.564.788	1,4%	2.623.065	2,3%	2.688.285	2,5%

Quelle: Solventis Research, HHLA

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: **29.03.2023, 8:45 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **30.03.2023, 09:00 Uhr**
- b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: einmalig.
- 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

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.01.22 - 31.12.22)			Auftrags-research	
		in %		in %
Kaufen	54	93,1%	45	77,6%
Halten	4	6,9%	4	6,9%
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%
Insgesamt	58	100,0%	49	84,5%

Weder die Solventis Beteiligungen GmbH, noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person (noch deren mit ihr eng verbundene 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.
- ist in Besitz einer Nettoverkaufs- oder Nettokaufposition von über 0,5% des Finanzinstruments.
- 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.

Die Solventis Beteiligungen GmbH

- 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, Dennis Watz.

b) Ersteller

Klaus Schlote, CEFA-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.