

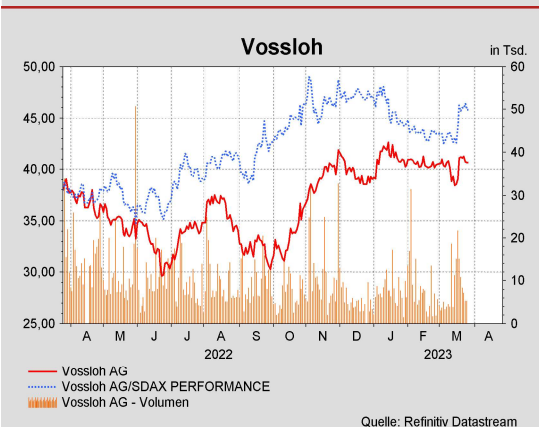
Vossloh AG

Kaufen (-)

Kursziel	48,50 € (-)
Kurspotenzial	19,3%
Kurs (27.03.2023)	40,65 €
ISIN	DE0007667107
Marktkapitalisierung	28,6 Mio. €
Anzahl Aktien	714,0 Mio.
Marktsegment	Prime Standard
Homepage	www.vossloh.com

Kennzahlen und Prognosen

in Mio. €/ je Aktie in €	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	1.046	1.098	1.153	1.211
EBITDA	124	133	145	157
EBITDA-Marge	11,8%	12,1%	12,6%	13,0%
EBIT	78	87	98	109
EBIT-Marge	7,5%	7,9%	8,5%	9,0%
Ergebnis je Aktie	2,37	2,15	2,48	2,81
Dividende je Aktie	1,00	1,00	1,00	1,12
Buchwert je Aktie	35,59	36,74	38,22	40,03
EV/Umsatz	0,9	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	7,6	7,2	6,5	5,9
EV/EBIT	12,1	11,0	9,6	8,5
KGV	16,5	18,9	16,4	14,5
Dividendenrendite	2,6%	2,5%	2,5%	2,8%
Kurs/Buchwert	1,2	1,1	1,1	1,0



Finanzkalender

- 27.04.2023: Zwischenmitteilung zum Q1'23
- 24.05.2023: Hauptversammlung
- 03.08.2023: Halbjahresbericht 2023

Aktionärsstruktur

50,09% Nadia Thiele; Robin Brühmüller
 Testamentsvollstrecker für den Nachlass des
 verstorbenen Heinz Hermann Thiele
 4,99% Franklin Mutual Advisers

Analysten

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

Umsatzmilliarde geknackt - weiteres Wachstum im Jahr 2023 geplant

Im abgelaufenen Gj. erzielte Vossloh mit 1,05 Mrd. € (Vj. 943 Mio. €) erstmals in der Unternehmensgeschichte einen Umsatz von über 1 Mrd. €. Der Auftragseingang legte um 31,6% auf 1,25 Mrd. € zu. Zum 31.12.2022 belief sich der Auftragsbestand auf 800 Mio. € (Vj. 611 Mio. €). Das EBIT erhöhte sich von 72,3 Mio. € auf 78,1 Mio. €. Die EBIT-Marge lag mit 7,5% allerdings unter dem Vorjahrswert (7,7%). Grund für den Margendruck waren inflationsbedingte Kostensteigerungen vor allem bei den Material- und Energiekosten in Höhe von ~60 Mio. €. Davon wurden ~50 Mio. € an die Kunden weitergegeben, während ~10 Mio. € bei Vossloh verblieben und das EBIT belasteten. Unter dem Strich steht ein auf die Aktionäre entfallender Jahresüberschuss von 41,7 Mio. € (Vj. 23,1 Mio. €). Das entspricht einem EPS von 2,38 € (Vj. 1,31 €). Der Jahresüberschuss wurde 2022 durch eine niedrigere Steuerquote von 18,5% begünstigt. Die normalisierte Steuerquote liegt im Bereich von 27 - 29%. Für 2023 erwartet Vossloh einen Umsatz in der Spanne von 1,05 - 1,15 Mrd. € und eine EBIT-Marge von 7,2 - 8,0%. Auf Basis unseres DCF-Modells ermitteln wir ein Kursziel von 48,50 € je Aktie und empfehlen die Aktie zum Kauf.

Zum Anstieg des Umsatzes sowie des Auftragseingangs trugen alle drei Geschäftsbereiche bei. Geografisch wuchs Vossloh vor allem im Segment Amerika und Europa. In den Regionen Afrika & Australien sowie Asien inklusive Naher Osten kam es zu leicht rückläufigen Umsätzen. Bei mehrjährigen Rahmenverträgen berücksichtigt Vossloh nur die beauftragten Bestellungen im Auftragseingang. Mit dem aktuellen Auftragsbestand von 800 Mio. € plus den Aufträgen aus Januar und Februar, sind bereits 90% des geplanten Umsatzes für 2023 in den Büchern.

Der Cashflow aus betrieblicher Geschäftstätigkeit reduzierte sich von 81,3 Mio. € auf 71,6 Mio. €. Grund für den Rückgang war im Wesentlichen ein Anstieg des Working Capital um 21,4 Mio. €. Mit 44,9 Mio. € lagen die Investitionen unter dem Vorjahreswert von 51,7 Mio. €. Der Free Cashflow nach Zinszahlungen und Leasingaufwendungen betrug 0,4 Mio. € (Vj. 12,6 Mio. €). Mit einer Eigenkapitalquote inklusive des Hybridkapitals (148,3 Mio. €) von 45,7% (45,6%) und einer Nettofinanzverschuldung von 197,6 Mio. €, ist Vossloh bilanziell solide aufgestellt.

Im Zuge der grünen Transformation soll in vielen Ländern die Bahn als umweltfreundliches Verkehrsmittel ausgebaut werden. In der letzten Zeit wurden große Investitionsprogramme für die Bahninfrastruktur angekündigt. Beispielsweise ist in Frankreich geplant, bis 2040 rund 100 Mrd. € in das Bahnnetz zu investieren. Von der Ankündigung solcher Programme bis zur Erteilung erster Aufträge vergehen erfahrungsgemäß Jahre. Im aktuellen Auftragseingang von Vossloh spielen die neu aufgelegten bzw. angekündigten Investitionsprogramme noch keine oder nur eine untergeordnete Rolle.

Bewertung

Für 2023 erwartet Vossloh einen Umsatz von 1,05 - 1,15 Mrd. € und eine EBIT-Marge von 7,2 - 8,0%. In unserem DCF-Modell unterstellen wir für das laufende Jahr einen Umsatz von 1,1 Mrd. € bei einer EBIT-Marge von 7,9%. Mittelfristig strebt Vossloh im Konzern eine EBIT-Marge von 10% an. Wir erwarten, dass es zwei bis drei Jahre dauert, bis die einzelnen Geschäftsbereiche von Vossloh eine EBIT-Marge von 10% erreicht haben. Weitere ein bis zwei Jahre werden benötigt den gesamten Konzern auf eine EBIT-Marge von 10% zu bringen. Im Modell erwarten wir einen Anstieg der EBIT-Marge auf 10% bis 2027.

Insgesamt ermitteln wir einen fairen Wert von 48,84 € je Vossloh-Aktie. Mit einem Kursziel von 48,50 € empfehlen wir die Vossloh-Aktie zum Kauf.

Vossloh: DCF-Modell (in Mio. €)

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Terminal Value
Umsatz	1.098	1.153	1.211	1.272	1.335	1.368	1.389	
Veränderung in %	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%	1,5%	
EBITDA	133	145	157	170	184	189	193	
EBITDA-Marge	12,1%	12,6%	13,0%	13,4%	13,8%	13,8%	13,9%	
EBIT	87	98	109	121	134	137	139	
EBIT-Marge	7,9%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,0%	10,0%	
NOPLAT	63	71	78	86	95	97	99	90
Reinvestment Rate	35,0%	32,8%	32,4%	39,2%	38,6%	29,3%	24,8%	20,2%
FCFF	41	48	53	52	58	69	74	1.328
WACC	6,2%	6,2%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%	6,5%	6,4%
Kumuliertes WACC	106,2%	112,8%	119,9%	127,5%	135,6%	144,3%	153,7%	163,6%
Barwerte der FCFF	39	42	44	41	43	48	48	812

Berechnung Wert pro Aktie		Modellparameter TV		Sensitivitätsanalyse						
Summe Barwerte Planphase	305	EBIT-Marge	9,5%	Wachstumsrate						
Barwert Terminal Value	812	Steuersatz	32,2%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%		
<i>in % des Unternehmenswerts</i>	<i>72,7%</i>	Ewiges Wachstum	1,0%	6,0%	49,06	51,29	53,76	56,49	59,53	
Unternehmenswerts	1.117	WACC	6,4%	WACC	6,2%	46,91	48,95	51,18	53,64	56,36
Netto-Finanzschulden	259			6,5%	44,94	46,80	48,84	51,07	53,52	
Minderheiten	0			6,7%	43,14	44,84	46,70	48,73	50,95	
Beteiligungen	0			7,0%	41,47	43,04	44,74	46,60	48,62	
Wert des Eigenkapitals	858			EBIT-Marge						
				9,0%	9,5%	9,5%	10,5%	11,0%		
Anzahl an Aktien (in Mio.)	17,56			WACC	6,0%	47,01	50,39	53,76	57,14	60,51
Wert pro Aktie	48,84			6,2%	44,77	47,98	51,18	54,38	57,59	
				6,5%	42,74	45,79	48,84	51,89	54,93	
				6,7%	40,88	43,79	46,70	49,61	52,52	
				7,0%	39,19	41,97	44,74	47,52	50,30	

Quelle: Solventis Research, Vossloh AG

Peergroup-Vergleich

Der Peergroup-Vergleich zeigt, dass Vossloh im Branchenvergleich günstig bewertet ist. Bei allen Multiples weist Vossloh einen Abschlag gegenüber den Wettbewerbern auf und das trotz der höheren EBIT-Marge im Vergleich mit dem Median. Lediglich Knorr-Bremse und Westinghouse weisen eine höhere EBIT-Marge aus. Ein Teil der Abschläge dürften sich aus der Hybridanleihe im Volumen von 148,3 Mio. € ergeben. Diese wird nämlich dem Eigenkapital zugerechnet und ist nicht in der Nettoverschuldung enthalten. Dadurch ist der EV (Marktkapitalisierung + Nettoverschuldung) niedriger als bei einer „normalen“ Fremdkapitalfinanzierung.

Vossloh: Peergroup-Vergleich

Unternehmen	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
Knorr Bremse AG	59,56	16,9	16,9	14,9	8,8	7,8	12,1	10,5	11,4%	12,3%	3,3	3,0	1,4	1,3	2,8%
Westinghouse Air Brake Technologies Corp	90,16	28,8	18,0	16,2	12,4	11,3	14,4	13,0	16,1%	16,6%	1,7	1,6	2,3	2,2	0,6%
Alstom SA	24,02	-13,8	17,9	12,8	11,1	8,4	17,9	14,4	3,9%	4,6%	1,0	0,9	0,7	0,7	1,2%
Stadler Rail AG	35,22	45,0	22,7	18,2	11,2	9,9	16,4	14,3	5,8%	6,4%	3,8	3,4	1,0	0,9	2,7%
Talgo SA	3,06	279,4	16,8	12,2	9,6	7,3	14,8	10,3	6,9%	8,4%	1,3	1,2	1,0	0,9	2,4%
Construcciones Y Auxiliar De Ferrocarriles SA	24,65	17,4	13,4	10,2	5,4	4,5	8,7	6,9	4,6%	5,0%	1,1	1,0	0,4	0,3	3,4%
Durchschnitt		62,3	17,6	14,1	9,7	8,2	14,1	11,6	8,1%	8,9%	2,0	1,9	1,1	1,0	2,2%
Median		23,1	17,4	13,8	10,3	8,1	14,6	11,8	6,4%	7,4%	1,5	1,4	1,0	0,9	2,6%
Vossloh AG*	40,65	16,9	16,4	13,8	6,7	5,8	11,1	9,3	7,8%	8,4%	1,1	1,1	0,9	0,8	2,6%
Abweichung vom Median		-27,0%	-5,8%	-0,1%	-34,6%	-27,9%	-24,4%	-21,3%	22,3%	14,2%	-22,1%	-22,0%	-13,0%	-11,9%	0,1%

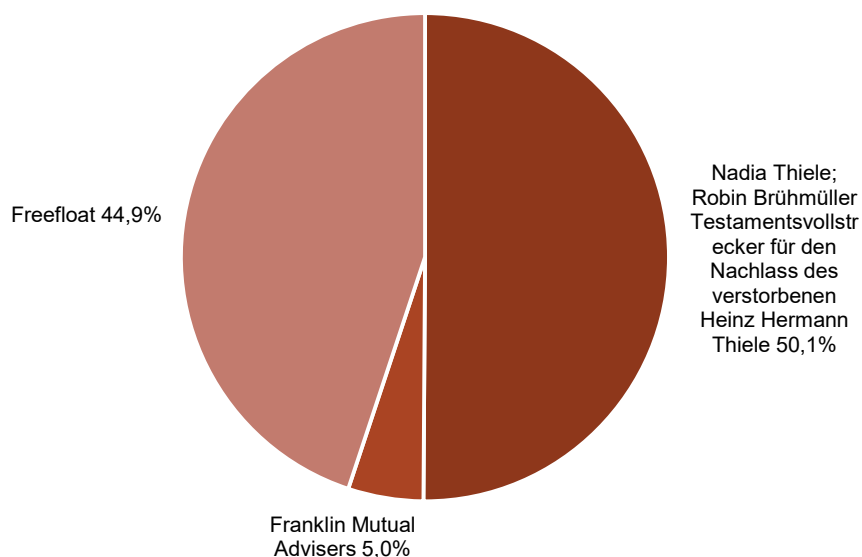
Vossloh AG Zahlen sind Konsens-Schätzungen
Quelle: Solventis Research, Vossloh AG

Rechtsstreitigkeiten beim Großaktionär – Stiftung weiter in Arbeit

Nach dem überraschenden Tod von Großaktionär Heinz Hermann Thiele (50,09%) im Jahr 2021 hat der Testamentsvollstrecker Robin Brühmüller die Kontrolle übernommen. Es ist geplant, die Anteile in eine Stiftung einzubringen. Passiert ist bisher allerdings wenig, da familieninterne Streitigkeiten die Gründung der Stiftung verhindern. Kurz nach Thieles Tod hatte Vossloh gemeldet, dass die Familie weiter bei Vossloh engagiert bleibt. Seitdem gab es dazu keine weiteren Stellungnahmen.

Daneben gibt es mit Franklin Mutual Advisers (4,99%) nur noch einen weiteren gemeldeten Investor. Die restlichen Vossloh-Aktien befinden sich im Streubesitz.

Vossloh: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, Vossloh AG

Vossloh: GuV (in Mio. €)

	2022	yoy	2023e	yoy	2024e	yoy	2025e	yoy
Umsatz	1.046	11,0%	1.098	5,0%	1.153	5,0%	1.211	5,0%
Umsatzkosten	809	11,7%	850	5,0%	892	5,0%	937	5,0%
Bruttoergebnis v. Umsatz	237	8,6%	249	5,0%	261	5,0%	274	5,0%
Bruttomarge	23%	-0,5 pp	23%	0,0 pp	23%	0,0 pp	23%	0,0 pp
Vertriebskosten	164	1,8%	161	-1,7%	163	1,2%	166	1,7%
Forschungs- und Entwicklungskosten	8	-7,8%	8	-1,7%	8	1,2%	8	1,7%
Sonstige betriebl. Erträge	21	11,8%	22	5,0%	23	5,0%	24	5,0%
Sonstige betriebl. Aufwendungen	11	44,9%	11	-1,7%	11	1,2%	11	1,7%
Beteiligungsergebnis	5	2,2%	5	-1,7%	5	1,2%	5	1,7%
Werteberichtigungen /								
Zuschreibungen auf fin. Vw	1	-60,9%	1	-1,7%	1	1,2%	1	1,7%
Übrige Finanzerträge + Übrige								
Finanzaufwendungen	-2	-128,1%	-2	1,7%	-2	-1,2%	-2	-1,7%
EBITDA	124	0,2%	133	7,4%	145	9,2%	157	8,3%
EBITDA-Marge	11,8%	-1,3 pp	12,1%	0,3 pp	12,6%	0,5 pp	13,0%	0,4 pp
EBIT	78	8,0%	87	11,1%	98	13,0%	109	11,2%
EBIT-Marge	7,5%	-0,2 pp	7,9%	0,4 pp	8,5%	0,6 pp	9,0%	0,5 pp
Zinserträge	8	44,2%	1	-90,7%	1	22,7%	1	23,4%
Zinsaufwand	18	42,5%	18	0,0%	18	0,0%	18	0,0%
Finanzergebnis	-11	-32,5%	-17	-64,2%	-17	0,9%	-17	1,2%
Ergebnis vor Steuern (EBT)	67	5,0%	69	2,8%	81	16,5%	92	13,8%
EBT-Marge	6,5%	-0,4 pp	6,3%	-0,1 pp	7,0%	0,0 pp	7,6%	0,6 pp
Steuern	12,5	-56,3%	18,7	49,8%	22,2	18,6%	25,7	15,9%
Steuerquote	18,5%	-26,0 pp	27,0%	8,5 pp	27,5%	0,5 pp	28,0%	0,5 pp
Ergebnis nach Steuern aus								
fortgeführtem Geschäft	55	54,1%	51	-7,9%	59	15,7%	66	13,0%
Ergebnis nach Steuern aus nicht								
fortgeführtem Geschäft	1	433,3%	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%
Ergebnis nach Steuern	56	58,2%	51	-9,6%	59	15,7%	66	13,0%
Anteile Dritter	14	11,7%	13	-9,6%	15	15,7%	17	13,0%
Konzernjahresüberschuss	42	84,5%	38	-9,6%	44	15,7%	49	13,0%
Anzahl Aktien	17.564.180	0,0%	17.564.180	0,0%	17.564.180	0,0%	17.564.180	0,0%
Ergebnis je Aktie aus fortgeführtem								
Geschäft	2,32	77,7%	2,15	-7,3%	2,48	15,7%	2,81	13,0%
Ergebnis je Aktie aus nicht								
fortgeführtem Geschäft	0,06	433,3%	0,00	-100,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Ergebnis je Aktie	2,37	84,5%	2,15	-9,6%	2,48	15,7%	2,81	13,0%

Quelle: Solventis Research, Vossloh AG

Vossloh: Bilanz (in Mio. €)

	2022	yoy	2023e	yoy	2024e	yoy	2025e	yoy
Aktiva								
Sachanlagen	326	16,1%	333	2,1%	341	2,5%	351	2,8%
Immaterielle Vermögenswerte	345	0,5%	350	1,4%	355	1,5%	361	1,7%
Finanzanlagen	14	211,4%	14	0,0%	14	0,0%	14	0,0%
Latente Steuern	17	39,0%	17	0,0%	17	0,0%	17	0,0%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	2	-63,4%	2	0,0%	2	0,0%	2	0,0%
Beteiligungen an at-equity einbezogenen Unternehmen	49	3,8%	49	0,0%	49	0,0%	49	0,0%
Als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien	1	-82,4%	1	0,0%	1	0,0%	1	0,0%
Summe Anlagevermögen	754	1,6%	766	1,5%	780	1,8%	795	2,0%
Kasse	79	5,5%	56	-29,3%	72	28,2%	92	27,9%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	228	6,3%	264	15,6%	277	5,0%	291	5,0%
Vertragsvermögenswerte	1	-51,7%	1	5,0%	2	5,0%	2	5,0%
Vorräte	237	21,3%	220	-7,1%	225	2,4%	230	2,3%
Steuerforderungen	9	27,1%	9	0,0%	9	0,0%	9	0,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	29	-13,7%	29	0,0%	29	0,0%	29	0,0%
Übrige kurzfristige Finanzinstrumente	16	-17,1%	16	0,0%	16	0,0%	16	0,0%
Summe Umlaufvermögen	598	9,5%	594	-0,7%	628	5,8%	667	6,2%
Vermögen nicht fortgeführte Aktivitäten	16	n.m.	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%
Summe Aktiva	1.369	6,2%	1.360	-0,6%	1.408	3,5%	1.463	3,9%
Passiva								
Gezeichnetes Kapital	50	0,0%	50	0,0%	50	0,0%	50	0,0%
Kapitalrücklage	190	0,0%	190	0,0%	190	0,0%	190	0,0%
Gewinnrücklagen	199	15,7%	223	12,1%	243	9,0%	269	10,7%
Sonstige Eigenkapitalkosten	10	892,3%	10	0,0%	10	0,0%	10	0,0%
Hybridkapital	148	0,0%	148	0,0%	148	0,0%	148	0,0%
Kumuliertes übriges comprehensive income	0	n.m.	-4	n.m.	2	148,0%	8	296,8%
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	598	6,9%	618	3,4%	644	4,2%	676	4,9%
Anteile in Fremdbesitz	27	-4,9%	27	0,0%	27	0,0%	27	0,0%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	625	6,3%	645	3,2%	671	4,0%	703	4,7%
Langfristige Schulden								
Pensionsrückstellungen	22	-36,5%	23	5,0%	24	5,0%	25	5,0%
Übrige Rückstellungen	18	6,1%	18	5,0%	19	5,0%	20	5,0%
Finanzverbindlichkeiten	237	24,9%	237	0,0%	237	0,0%	237	0,0%
langfristige Leasingverbindlichkeiten	30	-7,4%	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	9	-23,0%	10	5,0%	10	5,0%	11	5,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	10	258,6%	11	5,0%	11	5,0%	12	5,0%
Langfristige Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2	70,0%	2	0,0%	2	0,0%	2	0,0%
Summe langfristige Schulden	328	13,4%	301	-8,2%	304	1,0%	308	1,1%
Kurzfristige Schulden								
Übrige Rückstellungen	53	-6,4%	55	5,0%	58	5,0%	61	5,0%
Finanzverbindlichkeiten	39	-34,5%	39	0,0%	39	0,0%	39	0,0%
kurzfristige Leasingverbindlichkeiten	10	7,6%	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	167	12,1%	176	5,0%	184	5,0%	194	5,0%
Steuerverbindlichkeiten	10	44,1%	10	5,0%	11	5,0%	11	5,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	127	-3,0%	133	5,0%	140	5,0%	147	5,0%
Summe kurzfristige Schulden	406	-1,6%	414	2,0%	432	4,5%	452	4,5%
Schulden nicht fortgeführte Aktivitäten	10	n.m.	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%
Summe Passiva	1.369	6,2%	1.360	-0,6%	1.408	3,5%	1.463	3,9%

Quelle: Solventis Research, Vossloh AG

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, 9:00 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 (01.07.19 - 30.06.20)			Auftrags-research	
		in %		in %
Kaufen	38	90,5%	36	85,7%
Halten	3	7,1%	3	7,1%
Verkaufen	1	2,4%	1	2,4%
Insgesamt	42	100,0%	40	95,2%

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

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, Dennis Watz.

b) Ersteller

Dennis Watz, Senior-Analyst

5. Erläuterung der Einschätzung der Solventis Beteiligungen GmbH / der zugrunde gelegten Annahmen

- Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 10% aufweisen.
- Halten: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursgewinn und/oder einen absoluten Kursverlust von 10% nicht überschreiten.
- Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursverlust von mindestens 10% aufweisen.

Unabhängig von der vorgenommenen Einschätzung bestehen nach der Empfindlichkeitsanalyse deutliche Risiken aufgrund einer Änderung der zugrunde gelegten Annahmen. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck, bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten und bei der Angebotssituation für produktionsnotwendige Materialien, sowie der Nichteintritt der unterstellten Entwicklung. Solche Schwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, Veränderungen der Konjunktur, Rechts- und Währungskursänderungen ergeben. Diese Erörterung von Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

6. Wesentliche Informationsquellen

In- und ausländische Medien wie Informationsdienste (z.B. VWD, Refinitiv u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, Wallstreet Journal, Financial Times u. a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, das Internet sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten.

7. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen und Methoden

Einzelemittenten: Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u. a. DCF-Methode, Excess-Return-Modell, Dividendendiskontierungsmodell und Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Wert des Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Zahlungsströme, d.h. des Barwertes der zukünftigen Zahlungsströme des Emittenten, darstellt. Der Wert wird somit durch die erwarteten künftigen Zahlungsströme und durch den angewandten Diskontierungssatz bestimmt. Für das Excess-Return-Modell und das Dividendendiskontierungsmodell werden Standardmodelle verwendet. In der Peergroup-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/ Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Informationen zu den Modellen finden sich z.B. hier: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Thematische Ausarbeitungen: Es wird die Auswirkung bestimmter Entwicklungen (z.B. EU-Osterweiterung, steigende Strompreise) auf verschiedene Emittenten dadurch ermittelt, dass die veröffentlichte Geschäfts-, Ertrags-, Kosten- und Umsatzstruktur des Emittenten der unterstellten Entwicklung zugrunde gelegt wird.

8. Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten

Mitarbeiter der Solventis Beteiligungen GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind und Personen, die zur Analyse vor Weitergabe Zugang haben oder haben können, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechenden Vorschriften von § 85 WphG iVm. Art. 37 Delegierte Verordnung EU 2017/565. Dies beinhaltet insbesondere Geschäftsverbote, Informationsschranken, Regeln für Zuwendungen Dritter und zur Vergütung der Mitarbeiter. Die Vergütung der an der Erstellung der Analyse beteiligten Mitarbeiter ist nicht an Geschäfte oder Dienstleistungen nach Anhang I Abschnitt A und B Richtlinie 2014/65/EU oder Handelsgebühren der Solventis Beteiligungen GmbH oder verbundener Unternehmen gebunden.

9. Adressaten

Analysen der Solventis Beteiligungen GmbH richten sich an Geeignete Gegenparteien sowie professionelle Kunden. Sie sind daher nicht geeignet, an Privatkunden weitergegeben zu werden, es sei denn, (i) eine Finanzanalyse wurde von der Solventis Beteiligungen GmbH ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (ii) ihre ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in einem Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Anlageempfehlungen verstehen und bewerten zu können. Analysen werden für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum und der Schweiz freigegeben.

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