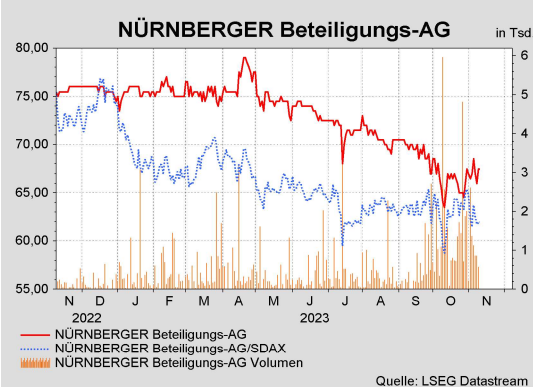


# NÜRNBERGER Beteiligungs-AG Kaufen (Kaufen)

<b>Kursziel</b>	<b>80,50 € (80,50 €)</b>
Kurspotenzial	19,3%
Kurs (09.11.2023)	67,50 €
ISIN	DE0008435967
Marktkapitalisierung	777,6 Mio. €
Anzahl Aktien	11,5 Mio.
Marktsegment	Scale
Homepage	www.nuernberger.de

## Kennzahlen und Prognosen

je Aktie in €	2022	2023e	2024e	2025e
Bruttobeiträge. (Mrd. €)	3,5	3,6	3,6	3,7
EBT (Mio. €)	55,9	64,9	108,4	124,2
Konzern-JÜ (Mio. €)	69,1	45,0	75,1	86,0
Ergebnis je Aktie	6,00	3,91	6,52	7,47
Dividende je Aktie	3,50	3,50	3,50	3,70
Buchwert je Aktie	82,36	82,76	85,78	89,75
KGV	12,4	17,3	10,4	9,0
Kurs/Buchwert	0,90	0,82	0,79	0,75
ROE	7,2%	4,7%	7,7%	8,5%
Dividendenrendite	4,7%	5,2%	5,2%	5,5%



## Finanzkalender

- 

## Aktionärsstruktur

20,8% Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH  
19,1% Münchener Rück.  
23,8% Freefloat

## Analysten

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

Nico Löchner  
Tel.: +49 (0) 6131 – 48 60 653  
nloechner@solventis.de

## Erwartete Erholung im Segment Schaden bleibt aus – Viele Schäden und hohe Inflation führen zur Gewinnwarnung

Die NÜRNBERGER Beteiligungs-AG (NBG) hat am 06.11.2023 bekannt gegeben, dass sie ihre Prognose für 2023 nicht einhalten kann. Die angepasste Prognose sieht nun ein Konzernergebnis von 45 Mio. € (ursprünglich: 60 Mio. €) vor. Ursächlich hierfür ist erneut das Segment Schaden. Im September sah es noch gut aus und das Unternehmen stellte eine Schaden-Kosten-Quote von unter 100% in Aussicht. In den letzten Wochen kam es dann zu einer Häufung von Schadensmeldungen. Dies betraf insbesondere die KFZ-Versicherung, aber auch bei den Elementarschäden war ein deutlicher Anstieg zu verzeichnen. Allein die Starkregen-ereignisse im August belasteten die NÜRNBERGER mit 20 Mio. €. Neben der hohen Anzahl an Schadensfällen trug auch die Inflation zu der hohen Schadenssumme bei. Wir nehmen das geschätzte Konzernergebnis für 2023 auf 45 Mio. € (vorher: 60 Mio. €) zurück. Die Dividende für 2023 sehen wir unverändert bei 3,50 €. Wir bestätigen unser Kursziel von 80,50 € und unsere Kaufempfehlung.

Mit den Problemen im Segment Schaden steht die NÜRNBERGER nicht allein da. Bereits am 25.10.2023 hatte die Wüstenrot & Württembergische AG aus den gleichen Gründen ihre Prognose gesenkt.

Die anderen Segmente entwickeln sich weiterhin planmäßig oder sogar besser als prognostiziert. Auch das Neugeschäft liegt im Rahmen der Erwartungen.

Die neue mittelfristige Strategie „Vom Ich zum Wir“ soll am 05.12.2023 vom Aufsichtsrat verabschiedet werden. Einen kompletten Umbau wird es nicht geben. Die bisherige Familienkultur soll erhalten bleiben, aber um den Leistungsgedanken ergänzt werden. Die Effizienz soll durch Kooperationen und Automatisierung gesteigert werden. Ein neues Kostenprogramm wird es nicht geben. Kernpunkt der neuen Strategie ist die Konzentration auf die eigenen Stärken wie Einkommensschutz und fondsgebundene Versicherungen. Aufgrund ihrer Größe will die NÜRNBERGER nicht mehr als Komplettanbieter auftreten und die Produktpalette reduzieren.

Auch im Segment Schaden gibt es Ideen wie die Einführung von Telematik und Präventionsmaßnahmen. Wie die Strategie im Segment Schaden letztendlich aussehen wird, hängt vom neuen Bereichsvorstand ab. Der Nachfolger von Herrn Meier wird zeitnah bekannt gegeben.

Die ersten wirtschaftlichen Ziele der neuen Strategie stehen bereits fest. So soll das Konzernergebnis in **3 bis 4 Jahren** über **100 Mio. €** liegen. Dieser Wert wurde bereits in der letzten Mittelfristprognose aus dem Jahr 2017 für das 2025 angestrebt und entspricht in etwa unseren Schätzungen.

Mit der Entwicklung des Aktienkurses ist der Vorstand nicht zufrieden. Eine Möglichkeit ist ein Aktienrückkauf, für den eine Ermächtigung der HV vorliegt.

## Bewertung

Aufgrund der Gewinnwarnung reduzieren wir unsere Schätzung für den Konzernjahresüberschuss auf 45 Mio. € (vorher: 60 Mio. €). Unsere Erwartung für 2024 haben wir aufgrund der Entwicklung im Segment Schaden von 80 Mio. € auf 75,1 Mio. € gesenkt.

In unserem **Dividendendiskontierungsmodell** erhalten wir unverändert einen **fairen Wert** von **77,37 €** je NBG-Aktie.

### NÜRNBERGER: Dividendendiskontierungsmodell (DDM)

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>45,0</b>	<b>75,1</b>	<b>86,0</b>	<b>92,7</b>	<b>98,2</b>	<b>102,9</b>	<b>107,6</b>	<b>112,6</b>	<b>117,8</b>	<b>123,3</b>	<b>128,3</b>
Wachstumsrate	-28,6%	66,9%	14,5%	7,8%	5,9%	4,7%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,1%
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>3,91 €</b>	<b>6,52 €</b>	<b>7,47 €</b>	<b>8,05 €</b>	<b>8,53 €</b>	<b>8,93 €</b>	<b>9,34 €</b>	<b>9,77 €</b>	<b>10,23 €</b>	<b>10,70 €</b>	<b>11,14 €</b>
<b>Dividende je Aktie</b>	<b>3,50 €</b>	<b>3,50 €</b>	<b>3,70 €</b>	<b>4,00 €</b>	<b>4,30 €</b>	<b>4,50 €</b>	<b>4,70 €</b>	<b>4,90 €</b>	<b>5,10 €</b>	<b>5,40 €</b>	<b>5,60 €</b>
Ausschüttungsquote	89,6%	53,7%	49,6%	49,7%	50,4%	50,4%	50,3%	50,1%	49,9%	50,5%	50,3%
Kumulierte EK-Kosten	108,5%	117,6%	127,6%	138,4%	150,1%	162,8%	176,6%	191,5%	207,7%	225,3%	244,4%
Diskontierte Dividenden	3,23 €	2,98 €	2,90 €	2,89 €	2,86 €	2,76 €	2,66 €	2,56 €	2,46 €	2,40 €	2,29 €
Summe Diskontierte Dividenden	29,98										
Diskontierte TV	47,38										
<b>Fairer Wert der Aktie</b>	<b>77,37 €</b>										

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

In unserem **ERM-Modell** erhalten wir jetzt einen **fairen Wert** von **83,12 €** (vorher: 83,19 €) je NBG-Aktie.

### NÜRNBERGER: Excess-Return-Modell (ERM)

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e
Buchwert EK (zu Beginn des Jahres)	948,7	953,4	988,2	1.033,9	1.084,0	1.136,1	1.189,5	1.245,3	1.303,8	1.365,1	1.429,6
Return on Equity	4,7%	7,7%	8,5%	8,8%	8,9%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	9,0%
Konzernjahresüberschuss	45,0	75,1	86,0	92,7	98,2	102,9	107,6	112,6	117,8	123,3	128,3
Eigenkapitalkosten	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Eigenkapitalkosten absolut	80,3	80,7	83,6	87,5	91,7	96,1	100,7	105,4	110,3	115,5	121,0
überschüssiger Ertrag (Excess Return)	-35,3	-5,6	2,4	5,2	6,5	6,7	7,0	7,2	7,5	7,7	7,3
TV Excess Return											34,7
Kumulierte Eigenkapitalkosten	108,5%	117,6%	127,6%	138,4%	150,1%	162,8%	176,6%	191,5%	207,7%	225,3%	244,4%
Barwert Excess Return	-32,5	-4,7	1,9	3,8	4,3	4,1	3,9	3,8	3,6	3,4	3,0
Thesaurierungsrate	10,4%	46,3%	50,4%	50,3%	49,6%	49,6%	49,7%	49,9%	50,1%	49,5%	49,7%
Thesaurierung	4,7	34,8	43,4	46,7	48,7	51,0	53,5	56,2	59,1	61,1	63,8
Ausschüttung	40,3	40,3	42,6	46,1	49,5	51,8	54,1	56,4	58,8	62,2	64,5
<b>EPS</b>	<b>3,91 €</b>	<b>6,52 €</b>	<b>7,47 €</b>	<b>8,05 €</b>	<b>8,53 €</b>	<b>8,93 €</b>	<b>9,34 €</b>	<b>9,77 €</b>	<b>10,23 €</b>	<b>10,70 €</b>	<b>11,14 €</b>
<b>DPS</b>	<b>3,50 €</b>	<b>3,50 €</b>	<b>3,70 €</b>	<b>4,00 €</b>	<b>4,30 €</b>	<b>4,50 €</b>	<b>4,70 €</b>	<b>4,90 €</b>	<b>5,10 €</b>	<b>5,40 €</b>	<b>5,60 €</b>
eingesetztes Kapital	948,7										
Summe Barwerte Excess Return	9										
Wert des EK	958										
Anzahl Aktien (in Mio.)	11,52										
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>83,12 €</b>										

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

**Mit Kursziel 80,50 € bestätigen wir unsere Kaufempfehlung für die NBG-Aktie.**

### Peergroup-Vergleich

Ein detaillierter Peergroup-Vergleich ist aus unserer Sicht nicht sinnvoll. Zum einen gibt es aufgrund der unterschiedlichen Rechnungslegungen (IFRS oder HGB) deutliche Unterschiede bei der Bilanzierung. Zum anderen sind die meisten Peers auch in Regionen außerhalb von Deutschland aktiv.

### NÜRNBERGER: Peergroup-Vergleich

Unternehmen	Kurs in € 09.11.23	KGV 2022	KGV 2023e	KGV 2024e	Kurs/ Buch- wert 2021	Kurs/ Buch- wert 2023e	Kurs/ Buch- wert 2024e	Dividend en- rendite 2023e
AXA SA	27,68	9,2	8,2	7,6	1,3	1,3	1,2	6,5%
Allianz SE	222,30	12,6	9,9	8,6	1,5	1,6	1,4	5,7%
Wüstenrot & Württembergische AG	13,20	5,6	8,0	6,0	0,3	0,3	0,2	4,2%
Talanx AG	59,25	9,6	10,0	9,3	1,3	1,5	1,3	4,5%
Zurich Insurance Group AG	448,68	15,5	13,6	12,3	2,8	2,6	2,5	5,8%
Uniqa Insurance Group AG	7,83	5,6	8,1	7,5	1,0	0,7	0,6	7,9%
Swiss Life Holding AG	575,19	10,0	12,6	12,0	1,6	1,8	1,7	6,2%
DFV Deutsche Familienversicherung AG	6,36	125,0	31,0	14,4	1,9	1,1	1,0	0,0%
<b>Durchschnitt (ungewichtet)</b>		<b>24,1</b>	<b>12,7</b>	<b>9,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>5,1%</b>
<b>MEDIAN</b>		<b>9,8</b>	<b>9,9</b>	<b>8,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>5,7%</b>
<b>NÜRNBERGER Beteiligungs-AG *</b>	<b>67,50</b>	<b>12,4</b>	<b>17,3</b>	<b>10,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>5,2%</b>
<b>Abweichung vom Median</b>		<b>27,0%</b>	<b>73,6%</b>	<b>15,9%</b>	<b>-34,9%</b>	<b>-40,9%</b>	<b>-37,2%</b>	<b>-9,7%</b>

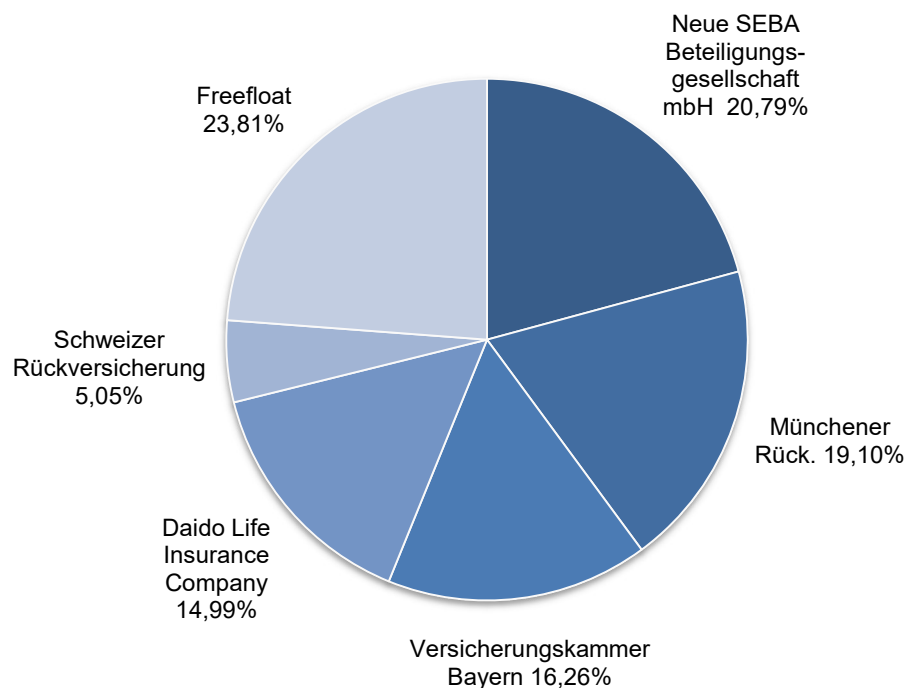
\* NÜRNBERGER Beteiligungs-AG Zahlen sind Solventis-Schätzungen  
Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Im Vergleich zu den Peers ist das KGV der NBG höher. Dies lässt sich damit begründen, dass der Gewinn nach HGB geringer ausfällt als nach IFRS, was tendenziell zu höheren KGVs der nach HGB bilanzierenden Gesellschaften führt. Das Kurs/Buchwert-Verhältnis der NBG liegt unter dem Niveau der Peers.

### Aktionärsstruktur

Seit unserem letzten Update gab es keine Veränderungen in der Aktionärsstruktur. Die **Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH** ist mit 20,79% weiterhin der größte Aktionär, gefolgt von der **Münchener Rück**, die inklusive ihrer Tochterunternehmen 19,10% der Aktien hält. Mit der **Versicherungskammer Bayern** (16,26%) und **Daido Life Insurance** (14,99%) gibt es zudem noch zwei weitere Aktionäre mit einem Anteil von über 10%. Der Freefloat liegt unverändert bei 23,81%.

### NÜRNBERGER: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Nach wie vor sind Erst- und Rückversicherer mit 66% die beherrschende Aktionärsgruppe. Die restlichen Aktien werden zu 5% von Banken und Fondsgesellschaften gehalten sowie zu 29% von Vertriebspartnern, institutionellen und privaten Investoren.

## Anhang: Konzern-GuV und Konzern-Bilanz

### NÜRNBERGER: Konzern-GuV (in Mio. €)

	2022	yoy	2023e	yoy	2024e	yoy	2025e	yoy
<b>Gebuchte Bruttobeiträge</b>	<b>3.541,7</b>	<b>-2,6%</b>	<b>3.577,1</b>	<b>1,0%</b>	<b>3.639,7</b>	<b>1,8%</b>	<b>3.703,4</b>	<b>1,8%</b>
<b>Verdiente Beiträge f. e. R.</b>	<b>3.271,5</b>	<b>-2,4%</b>	<b>3.304,2</b>	<b>1,0%</b>	<b>3.362,0</b>	<b>1,8%</b>	<b>3.420,9</b>	<b>1,8%</b>
Beiträge aus der Rückstellung für Beitragsrückerstattung	105,0	-12,6%	107,6	2,5%	110,3	2,5%	113,1	2,5%
Netto-Erträge aus Kapitalanlagen	393,4	-56,6%	552,2	40,4%	811,9	47,0%	934,6	15,1%
Nicht realisierte G/V Kapitalanlagen der fondgeb. Vers.	-1.318,2	-187,3%	721,4	154,7%	850,8	17,9%	950,8	11,8%
Sonstige Versicherungstechnischen Erträge f. e. R.	52,4	69,6%	50,0	-4,6%	25,0	-50,0%	25,0	0,0%
Aufwendungen für Versicherungsfälle f. e. R.	-2.591,0	8,6%	-2.656,2	-2,5%	-2.685,7	-1,1%	-2.739,1	-2,0%
Veränderung übriger vers.tech. Netto-Rückstellungen	1.238,4	166,8%	-856,0	-169,1%	-1.231,9	-43,9%	-1.432,0	-16,2%
Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f. e. R.	-390,9	19,5%	-396,5	-1,4%	-369,8	6,7%	-376,3	-1,8%
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f. e. R.	-650,7	-5,6%	-691,7	-6,3%	-686,9	0,7%	-697,2	-1,5%
Sonstige versicherungstechnische Aufwendungen f. e. R.	-33,8	9,9%	-34,1	-1,0%	-34,5	-1,0%	-34,8	-1,0%
Veränderung der Schwankungsrück. und ähnlicher Rück.	7,0	147,6%	-17,0	-342,9%	-15,0	11,8%	-15,0	0,0%
Sonstige Erträge	163,1	-10,0%	142,2	-12,8%	170,7	20,1%	175,2	2,7%
Sonstige Aufwendungen	-190,0	-3,6%	-161,0	15,3%	-198,3	-23,2%	-200,8	-1,2%
Abschreibungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert	-0,2	90,0%	-0,2	0,0%	-0,2	0,0%	-0,2	0,0%
<b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit</b>	<b>55,9</b>	<b>-21,9%</b>	<b>64,9</b>	<b>16,2%</b>	<b>108,4</b>	<b>67,0%</b>	<b>124,2</b>	<b>14,5%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>55,9</b>	<b>-22,0%</b>	<b>64,9</b>	<b>16,2%</b>	<b>108,4</b>	<b>67,0%</b>	<b>124,2</b>	<b>14,5%</b>
Steuern	13,9	288,7%	-19,5	-240,2%	-32,5	-67,0%	-37,2	-14,4%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>69,8</b>	<b>8,6%</b>	<b>45,5</b>	<b>-34,9%</b>	<b>75,9</b>	<b>67,0%</b>	<b>86,9</b>	<b>14,5%</b>
Anteil Dritter	0,7	-44,8%	0,5	-34,9%	0,8	77,8%	0,9	14,5%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>69,1</b>	<b>9,7%</b>	<b>45,0</b>	<b>-34,9%</b>	<b>75,1</b>	<b>66,9%</b>	<b>86,0</b>	<b>14,5%</b>
<b>Ergebnis je Aktie (in €)</b>	<b>6,00</b>	<b>9,7%</b>	<b>3,91</b>	<b>-34,9%</b>	<b>6,52</b>	<b>66,9%</b>	<b>7,47</b>	<b>14,5%</b>

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

### NÜRNBERGER: Konzern-Bilanz (in Mio. €)

	2022	yoy	2023e	yoy	2024e	yoy	2025e	yoy
<b>Aktiva</b>								
Sachanlagen und Vorräte	29,7	8,0%	29,7	0,0%	29,7	0,0%	29,7	0,0%
Immaterielle Vermögensgegenstände	95,7	17,0%	110,0	15,0%	121,0	10,0%	133,2	10,0%
Geschäfts- oder Firmenwert	1,0	-18,2%	0,8	-20,9%	0,6	-26,4%	0,4	-35,9%
Kapitalanlagen	23.566,9	1,2%	24.076,4	2,2%	24.741,4	2,8%	25.495,6	3,0%
Kapitalanlagen für Rechnung und Risiko von Inhabern von LV & UV	8.502,9	-22,6%	8.965,7	5,4%	9.491,2	5,9%	10.076,7	6,2%
Forderungen	455,0	17,9%	464,1	2,0%	473,4	2,0%	482,9	2,0%
Kassenbestand	652,9	-11,6%	611,7	-6,3%	581,0	-5,0%	550,2	-5,3%
Sonstige Vermögensgegenstände	50,7	-15,1%	51,2	1,0%	51,7	1,0%	52,2	1,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	147,1	-4,0%	147,1	0,0%	147,1	0,0%	147,1	0,0%
Aktive Latente Steuern	147,0	9,5%	147,0	0,0%	147,0	0,0%	147,0	0,0%
<b>Bilanzsumme Aktiva</b>	<b>33.648,9</b>	<b>-6,2%</b>	<b>34.603,7</b>	<b>2,8%</b>	<b>35.784,2</b>	<b>3,4%</b>	<b>37.115,0</b>	<b>3,7%</b>
<b>Passiva</b>								
Eigenkapital	964,4	3,4%	969,5	0,5%	1.005,1	3,7%	1.051,7	4,6%
Nachrangige Verbindlichkeiten	2,0	-71,4%	2,0	0,0%	2,0	0,0%	2,0	0,0%
Versicherungstechnische Rückstellungen	22.432,7	1,2%	22.905,0	2,1%	23.514,7	2,7%	24.203,4	2,9%
Versicherungstechnische Rückstellungen im Bereich der LV- & UV*	8.552,7	-21,9%	9.018,3	5,4%	9.546,8	5,9%	10.135,8	6,2%
Pensionsrückstellungen	191,9	7,0%	194,6	1,4%	192,1	-1,3%	189,5	-1,3%
Andere Rückstellungen	184,3	-16,6%	186,2	1,0%	188,1	1,0%	189,9	1,0%
Depotverbindlichkeiten aus dem in Rückdeckung gegebenen Vers.geschäft	122,1	-42,3%	123,3	1,0%	124,5	1,0%	125,8	1,0%
Andere Verbindlichkeiten	1.198,6	0,9%	1.204,5	0,5%	1.210,6	0,5%	1.216,6	0,5%
Rechnungsabgrenzungsposten	0,3	2,7%	0,3	0,0%	0,3	0,0%	0,3	0,0%
<b>Bilanzsumme Passiva</b>	<b>33.648,9</b>	<b>-6,2%</b>	<b>34.603,7</b>	<b>2,8%</b>	<b>35.784,2</b>	<b>3,4%</b>	<b>37.115,0</b>	<b>3,7%</b>

Quelle: Solventis Research, NÜRNBERGER Beteiligungs-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: **10.11.2023, 15:30 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **10.11.2023, 16:00 Uhr**
- b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: halbjährlich.
- 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
05.04.2023	Schlote, Löchner	Kaufen	85,50 €	76,00 €	12 Monate
04.10.2023	Schlote, Löchner	Kaufen	80,50 €	68,50 €	12 Monate
10.11.2023	Schlote, Löchner	Kaufen	80,50 €	67,50 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.10.22 - 30.09.23)			Auftrags-research	
		in %		in %
Kaufen	57	93,4%	48	78,7%
Halten	2	3,3%	2	3,3%
Verkaufen	0	0,0%	0	0,0%
Ausgesetzt	2	3,3%	2	3,3%
Insgesamt	61	100,0%	52	85,2%

Weder die Solventis AG, 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 AG

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 AG betreffend ihr und den oben genannten Personen nicht kenntlich.

#### 4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis AG, Am Rosengarten 4, 55131 Mainz

Sitz: Mainz; HRB 44909, Amtsgericht Mainz; Vorstand: Joachim Schmitt, Klaus Schlote, Dennis Watz.

b) Ersteller

**Klaus Schlote, CEFA-Analyst; Nico Löhnner, Senior-Analyst**

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

#### 9. Adressaten

Analysen der Solventis AG 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 AG 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.**