

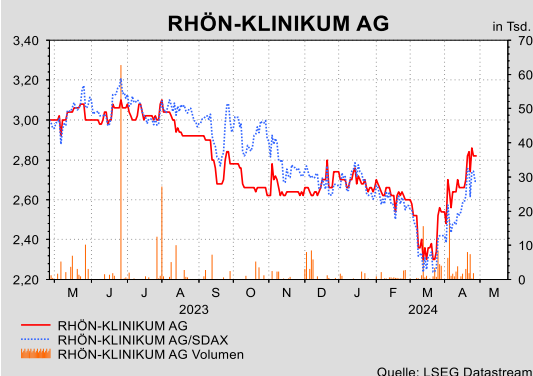
RHÖN-KLINIKUM AG

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	16,00 € (14,92 €)
Kurspotenzial	28,0%
Kurs (06.05.2024)	12,50 €
ISIN	DE0007042301
Marktkapitalisierung	863,8 Mio. €
Anzahl Aktien	67,0 Mio.
Marktsegment	Prime Standard
Homepage	www.rhoen-klinikum-ag.com

Kennzahlen und Prognosen

in Mio. €/ je Aktie in €	2023	2024e	2025e	2026e
Umsatz	1.464	1.520	1.566	1.605
EBITDA	105,9	110,1	110,9	112,6
EBITDA-Marge	7,2%	7,2%	7,1%	7,0%
EBIT	40,4	45,6	50,9	56,2
EBIT-Marge	2,8%	3,0%	3,3%	3,5%
Ergebnis je Aktie	0,58	0,64	0,71	0,77
Dividende je Aktie	0,23	0,26	0,28	0,31
Buchwert je Aktie	19,12	19,53	19,98	20,47
EV/Umsatz	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	6,0	5,3	4,8	4,2
EV/EBIT	15,8	12,8	10,4	8,4
KGV	21,6	19,5	17,6	16,2
Dividendenrendite	1,9%	2,1%	2,3%	2,5%
Kurs/Buchwert	0,7	0,6	0,6	0,6



Finanzkalender

- 08.05.2024 Q1'2024-Bericht
- 05.06.2024 Hauptversammlung
- 08.08.2024 H1'Bericht

Aktionärsstruktur

94,2% Asklepios Kliniken GmbH & Co. KGaA
5,8% Freefloat

Analysten

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

Asklepios stockt bei AMR und damit bei Rhön-Klinikum weiter auf

Asklepios Kliniken GmbH & Co. KGaA (Asklepios) teilte im GB 2023 mit, dass 2023 weitere Anteile (2,82%) der vollkonsolidierten AMR Holding GmbH (AMR) erworben wurden. Asklepios hält nun 94,57% (zuvor 91,75%) an der AMR. Verkäufer war Eugen Münch (Münch), dessen AMR-Anteil um 2,82% auf 5,43% (zuvor 8,25%) zurückging. Dafür erhielt er 31,3 Mio. € oder 18,00 EUR je Aktie der Rhön-Klinikum AG (RKAG). Im Übernahmeangebot (ÜA) aus 2020 waren auch 18,00 € geboten worden. Die 5,43% entsprechen ~3,4 Mio. RKAG-Aktien oder 5,01% des RKAG-GK.

Für die RKAG hatte Asklepios **2020 ein ÜA zu 18,00 € je RKAG-Aktie** abgegeben. Die Eheleute Münch hatten damals den Großteil ihrer RKAG-Aktien an Asklepios verkauft, nicht aber die in der HCM SE gehaltenen ~5,1 Mio. RKAG-Aktien (7,61% RKAG-GK). Diese wurden in die AMR eingebracht. Im Gegenzug hatte **die HCM SE**, die Münch zuzurechnen ist, **einen Anteil von 8,25% an der AMR** erhalten. **Asklepios** brachte ihre RKAG-Aktien (84,66% RKAG-GK) ebenfalls in die AMR ein und erhielt **einen Anteil von 91,75% an AMR**. Die AMR ist ein Joint Venture von Asklepios und Münch, das RKAG-Aktien hält und zwar **92,27% des RKAG-GK**.

Unabhängig vom ÜA erwarb Asklepios 2020 (1,44%) und 2022 (0,49%) zusammen 1,93% des **RKAG-GK außerhalb der AMR**. Zusammen mit den 92,27% sind das 94,20%, die im Konzernabschluss 2023 von Asklepios unter Kapitalanteil an der Rhön-Klinikum AG genannt werden.

Dr. Bernhard gr. Broermann (†) (Broermann), Gründer und Gesellschafter der Asklepios Gruppe, hielt 2020 außerhalb von AMR und Asklepios **206.093 RKAG-Aktien oder 0,31% des RKAG-GK**. Wir haben keine Anhaltspunkte dafür gefunden, dass sich daran etwas geändert hat. Dennoch können wir nicht ausschließen, dass die 0,31% oder Teile davon in den 94,20%, die im GB von Asklepios stehen, enthalten sind.

Mit der Beteiligung von **92,27%** an RKAG hätte AMR schon längst einen **verschmelzungsrechtlichen Squeeze-Out (SO)** durchführen können, zumal in der Angebotsunterlage von 2020 die Möglichkeit einer solche Strukturmaßnahme erwähnt wird. Dazu müsste die AMR Holding GmbH zunächst in eine AG umgewandelt werden. Das ist bislang allerdings nicht passiert. Von daher halten wir diesen Weg für **unwahrscheinlich**.

Szenarien

Münch dürfte einem Gang von der Börse nicht im Weg stehen: Er hat seit dem ÜA 2020 den Anteil an seinem Lebenswerk bereits auf 5,01% des RKAG-GK reduziert.

Im Weiteren gehen wir davon aus, dass der **Squeeze-Out (SO)** der Rhön-Minderheiten über AMR läuft. Die eigenen RKAG-Aktien (24.000), die die RKAG hält, sind vom GK der RKAG bei der Berechnung der SO relevanten Schwellen in Abzug zu bringen.

RKAG: relevante Schwellen

	RKAG-Aktien
RKAG, GK	66.962.470
RKAG eigene Aktien	24.000
RKAG-GK ohne eigene Aktien	66.938.470
95%-Schwelle	63.591.547
90%-Schwelle	60.244.623

Quelle: Solventis Research, RHÖN-KLINIKUM AG

Das Drehbuch könnte wie folgt aussehen:

Szenario 1

Die RKAG-Anteile von Broermann (†) (0,31%) werden außerhalb von Asklepios gehalten.

AMR leiht sich RKAG-Aktien von

- Asklepios (1,93%+X) und
- Erben von Broermann (†) (0,31%).

Im Szenario 1 muss Asklepios zusätzlich zur Leihe rund 307.000 RKAG-Aktien (=X) zukaufen.

Szenario 2

Broermann (†) verkaufte zu Lebzeiten seine RKAG-Aktien (0,31%) an Asklepios.

AMR leiht sich RKAG-Aktien von

- Asklepios (1,93%+Y).

Im Szenario 2 muss Asklepios zusätzlich zur Leihe rund 513.000 RKAG-Aktien (=Y) zukaufen.

RHÖN-KLINIKUM: Szenarien

	AMR-Anteil alt	RKAG- Aktien alt	AMR-Anteil Kauf	AMR-Anteil neu	RKAG- Aktien neu	Anteil RKAG-GK
AMR, Asklepios	91,75%	56.691.754	2,82%	94,57%	58.434.171	87,26%
AMR, Münch (HCM)	8,25%	5.097.578	-2,82%	5,43%	3.355.161	5,01%
Summe AMR	100,00%	61.789.332	0,00%	100,00%	61.789.332	92,27%
fehlen zur 95%-Schwelle					1.802.215	

Szenario 1: Broermann (†) hielt seine RKAG-Aktien außerhalb von Asklepios:

Leihe:

Asklepios außerhalb AMR					1.289.315	1,93%
Erben Broermann (†)					206.093	0,31%
fehlen zur 95%-Schwelle					306.807	(=X)

Szenario 2: Broermann (†) verkaufte zu Lebzeiten seine RKAG-Aktien an Asklepios

Leihe:

Asklepios außerhalb AMR					1.289.315	1,93%
fehlen zur 95%-Schwelle					512.900	(=Y)

Quelle: Solventis Research, RHÖN-KLINIKUM AG

Seit Jahresanfang wurden 371.400 Rhön-Aktien an der Börse umgesetzt. Die kommenden Mitteilungen von Asklepios werden zeigen, ob Asklepios auf der Käuferseite aktiv war. Sobald Asklepios die 95%-Schwelle erreicht, wäre ein aktienrechtlicher SO grundsätzlich möglich. Sofern eine Leihe nicht in Frage kommt, müsste AMR die Aktien von Asklepios und den Erben erwerben und eine entsprechende Finanzierung darstellen, was kein Problem sein sollte.

Das Übernahmeangebot aus 2020 sah Regelungen für die Laufzeit des JV und Call-Optionen des Bieters (Asklepios) und eine Put-Option der HCM vor, die u. E. unverändert gültig sind. Dessen ungeachtet ist Münch mit Vertrag vom 16. Juni 2023 berechtigt, mit der Frist von einem Monat mit Wirkung zum **31. Dez. 2027 von Asklepios den Kauf seiner verbliebenen Anteile an AMR (5,43%) zu verlangen. Der Kaufpreis beträgt 21,24 € pro Aktie für 3,4 Mio. RK-AG-Aktien.**

Die 21,24 € sind eben so wenig relevant für einen **SO-Preis** wie die 18,00 €. Der SO-Mindestpreis ist über den Volumen gewichteten **Dreimonatsdurchschnittspreis** zum Zeitpunkt der Ankündigung eines SO definiert. **Zum 3. Mai** berechnen wir einen **Dreimonatsdurchschnittspreis der RKAG-Aktie von 11,74 €** und einen **Sechsmonatsdurchschnittspreis der RKAG-Aktie von 11,38 €, der für einen Delisting-Erwerbsangebot relevant ist.**

Für die Prüfung der Werthaltigkeit des **Geschäfts- oder Firmenwerts der RKAG-Beteiligung** hat Asklepios im **GB 2023** folgende **Parameter** angegeben:

- **WACC: 6,24%** (Vj. 6,97%), unser DCF-Modell: 7,49% im Terminal Value (TV), letztes Planjahr 2032
- **EBIT der ewigen Rente: 102 Mio. €**, unser DCF-Modell: 80 Mio. € im TV
- **Ø-Umsatzwachstums 2024 – 2026: 3%**, unser DCF-Modell: 3,8%, 3,0%, 2,5%
- **Ø-EBIT-Steigerung 2024 – 2026: 6%**, unser DCF-Modell: 12,9%, 11,6%, 10,4%

Für die Jahre 2024 – 2026 gehen wir also von einem stärkeren EBIT-Wachstum aus als Asklepios, wobei unser EBIT im TV 22% geringer ist als das von Asklepios unterstellte.

Nach unserem **DCF-Modell** kommen wir auf einen **fairen Wert von 16,12 € je RKAG-Aktie**.

Vor diesem Hintergrund macht es für Asklepios Sinn, auf dem aktuellen Kursniveau weitere RKAG-Aktien am Markt zu kaufen. **Ende 2023 notierte die RKAG-Aktie bei 10 €.** Im April wurden zeitweise mehr als 13 € bezahlt.

Fazit

Die Zeichen stehen auf einen aktienrechtlichen Squeeze-Out bei der Rhön-Klinikum AG, der vermutlich über die AMR Holding GmbH erfolgen wird. Je nachdem, ob Broermann (†) zu Lebzeiten seine RKAG-Anteile an Asklepios verkaufte, fehlen – unter Berücksichtigung einer möglichen Leihe - zwischen 307.000 und 513.000 RKAG-Aktien, damit Asklepios die 95%-Schwelle für den SO erreicht.

Wir vermuten, dass Asklepios die seit Jahresanfang erhöhten Börsenumsätze bei RKAG genutzt hat, um RKAG-Aktien zuzukaufen. Insofern dürfte die Differenz zur 95%-Schwelle deutlich geringer sein als die oben genannten Stückzahlen. **Wir empfehlen die RKAG-Aktie mit Kursziel 16 € zum Kauf.**

RHÖN-KLINIKUM: DCF-Modell (in Tsd. €)

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	Terminale Value
Umsatz	1.520.000	1.565.600	1.604.740	1.644.859	1.677.756	1.702.922	1.728.466	1.745.750	1.763.208	
Veränderung in %	3,8%	3,0%	2,5%	2,5%	2,0%	1,5%	1,5%	1,0%	1,0%	
EBITDA	110.145	110.948	112.567	114.992	117.766	120.697	125.724	125.931	126.195	
EBITDA-Marge	7,2%	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,1%	7,3%	7,2%	7,2%	
EBIT	45.600	50.882	56.166	61.682	67.110	72.374	77.781	78.559	79.344	
EBIT-Marge	3,0%	3,3%	3,5%	3,8%	4,0%	4,3%	4,5%	4,5%	4,5%	
NOPLAT	38.382	42.827	47.275	51.918	56.487	60.917	65.468	66.121	66.783	67.452
Reinvestment Rate	-54,0%	-41,9%	-26,8%	-16,3%	-10,6%	-6,7%	-11,3%	-11,4%	-9,9%	7,7%
FCFF	59.110	60.758	59.942	60.400	62.489	65.014	72.842	73.654	73.396	958.997
WACC	7,3%	7,4%	7,4%	7,4%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Kumuliertes WACC	107,3%	115,2%	123,7%	132,9%	142,8%	153,5%	165,0%	177,3%	190,6%	204,9%
Barwerte der FCFF	55.072	52.730	48.449	45.458	43.756	42.354	44.149	41.531	38.501	467.999

Berechnung Wert pro Aktie		Modellparameter TV		Sensitivitätsanalyse						
Summe Barwerte Planphase	412.003	EBIT-Marge	4,5%	Wachstumsrate						
Barwert Terminal Value	467.999	Steuersatz	15,8%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%		
<i>in % des Unternehmenswerts</i>	53,2%	Ewiges Wachstum	1,0%	7,0%	16,15	16,44	16,74	17,07	17,43	
Unternehmenswerts	880.002	WACC	7,5%	WACC	7,2%	15,88	16,14	16,42	16,72	17,05
Netto-Finanzschulden	-199.558			7,5%	15,62	15,86	16,12	16,40	16,71	
Minderheiten	0			7,7%	15,38	15,61	15,85	16,11	16,38	
Beteiligungen	0			8,0%	15,16	15,37	15,59	15,83	16,09	
Wert des Eigenkapitals	1.079.560			EBIT-Marge						
					4,0%	4,3%	4,5%	4,8%	5,0%	
Anzahl an Aktien (in Mio.)	66,96			WACC	7,0%	15,82	16,28	16,74	17,20	17,66
Wert pro Aktie	16,12			7,2%	15,54	15,98	16,42	16,86	17,30	
				7,5%	15,28	15,70	16,12	16,54	16,96	
				7,7%	15,04	15,44	15,85	16,25	16,66	
				8,0%	14,81	15,20	15,59	15,98	16,37	

Quelle: Solventis Research, RHÖN-KLINIKUM AG

RHÖN-KLINIKUM: GuV (in Tsd. €)

	2023	yoy	2024e	yoy	2025e	yoy	2026e	yoy
Umsatz	1.463.979	1,2%	1.520.000	3,8%	1.565.600	3,0%	1.604.740	2,5%
sonstige betriebliche Erträge	272.446	23,8%	208.374	-23,5%	215.544	3,4%	221.672	2,8%
Materialaufwand	488.466	9,4%	507.158	3,8%	522.372	3,0%	535.432	2,5%
Rohergebnis nach GKV	1.247.959	2,3%	1.221.216	-2,1%	1.258.771	3,1%	1.290.980	2,6%
Personalaufwand	974.384	2,6%	947.933	-2,7%	979.288	3,3%	1.005.386	2,7%
sonstige betriebliche Aufwendungen	167.691	2,2%	163.139	-2,7%	168.535	3,3%	173.027	2,7%
EBITDA	105.884	0,2%	110.145	4,0%	110.948	0,7%	112.567	1,5%
EBITDA-Marge	7,23%	-0,1 pp	7,25%	0,0 pp	7,09%	-0,2 pp	7,01%	-0,1 pp
Abschreibungen	65.485	-5,8%	64.545	-1,4%	60.066	-6,9%	56.401	-6,1%
EBIT	40.399	11,9%	45.600	12,9%	50.882	11,6%	56.166	10,4%
EBIT-Marge	2,76%	0,3 pp	3,00%	0,2 pp	3,25%	0,3 pp	3,50%	0,3 pp
Erträge aus Beteiligungen	20	-74,0%	20	0,0%	20	0,0%	20	0,0%
Abschreibungen auf Finanzanlagen	-479	-117,7%	0	100,0%	0	0,0%	0	0,0%
Zinserträge	10.519	716,7%	10.891	3,5%	11.072	1,7%	10.930	-1,3%
Zinsaufwand	3.688	-9,3%	3.717	0,8%	3.467	-6,7%	3.220	-7,1%
Finanzergebnis	7.330	395,2%	7.194	-1,9%	7.625	6,0%	7.730	1,4%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	47.729	41,9%	52.794	10,6%	58.507	10,8%	63.896	9,2%
EBT-Marge	3,26%	0,9 pp	3,47%	0,2 pp	3,74%	0,3 pp	3,98%	0,2 pp
Steuern	7.562	13,1%	8.357	10,5%	9.262	10,8%	10.115	9,2%
Steuerquote	15,84%	-4,0 pp	15,83%	-0,0 pp	15,83%	0,0 pp	15,83%	0,0 pp
Ergebnis n. Steuern	40.167	49,1%	44.437	10,6%	49.245	10,8%	53.781	9,2%
Anteile Dritter	1.455	-19,0%	1.610	10,6%	1.784	10,8%	1.948	9,2%
Konzernjahresüberschuss	38.712	54,0%	42.827	10,6%	47.461	10,8%	51.833	9,2%
Anzahl Aktien	66.962.470	0,0%	66.962.470	0,0%	66.962.470	0,0%	66.962.470	0,0%
Ergebnis je Aktie	0,58	54,0%	0,64	10,6%	0,71	10,8%	0,77	9,2%

Quelle: Solventis Research, RHÖN-KLINIKUM AG

RHÖN-KLINIKUM: Bilanz (in Tsd. €)

	2023	yoy	2024e	yoy	2025e	yoy	2026e	yoy
Aktiva								
Sachanlagen	785.108	-3,6%	758.588	-3,4%	736.799	-2,9%	719.159	-2,4%
Leasing Nutzungsrechte	7.000	-15,7%	6.890	-1,6%	6.921	0,4%	7.016	1,4%
Immaterielle Vermögenswerte	10.528	-23,8%	9.094	-13,6%	8.360	-8,1%	8.016	-4,1%
Firmenwerte	165.400	-0,1%	165.400	0,0%	165.400	0,0%	165.400	0,0%
Finanzanlagen	533	-35,7%	533	0,0%	533	0,0%	533	0,0%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	12.744	-4,4%	12.744	0,0%	12.744	0,0%	12.744	0,0%
Summe Anlagevermögen	981.313	-3,4%	953.248	-2,9%	930.756	-2,4%	912.869	-1,9%
Kasse	342.842	15,7%	395.503	15,4%	442.352	11,8%	485.240	9,7%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	229.528	0,4%	241.680	5,3%	250.496	3,6%	256.758	2,5%
Vorräte	34.214	2,7%	35.523	3,8%	36.589	3,0%	37.504	2,5%
Steuerforderungen	4.656	12,1%	4.656	0,0%	4.656	0,0%	4.656	0,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	177.971	41,0%	177.971	0,0%	177.971	0,0%	177.971	0,0%
Summe Umlaufvermögen	789.211	14,6%	855.333	8,4%	912.064	6,6%	962.129	5,5%
Summe Aktiva	1.770.524	3,8%	1.808.582	2,1%	1.842.820	1,9%	1.874.997	1,7%
Passiva								
Gezeichnetes Kapital	167.406	0,0%	167.406	0,0%	167.406	0,0%	167.406	0,0%
Kapitalrücklage	574.168	0,0%	574.168	0,0%	574.168	0,0%	574.168	0,0%
Gewinnrücklagen	0	n.m.	23.227	n.m.	48.924	110,6%	77.400	58,2%
Kumuliertes übriges comprehensive income	510.466	5,9%	514.581	0,8%	519.215	0,9%	523.587	0,8%
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	1.252.040	2,3%	1.279.383	2,2%	1.309.713	2,4%	1.342.561	2,5%
Anteile in Fremdbesitz	28.186	2,0%	28.186	0,0%	28.186	0,0%	28.186	0,0%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	1.280.226	2,3%	1.307.569	2,1%	1.337.899	2,3%	1.370.747	2,5%
Langfristige Schulden								
Pensionsrückstellungen	547	5,4%	568	3,8%	585	3,0%	600	2,5%
Übrige Rückstellungen	5.000	n.m.	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%
Finanzverbindlichkeiten	141.776	0,1%	141.776	0,0%	131.776	-7,1%	121.776	-7,6%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	289	n.m.	300	3,8%	309	3,0%	317	2,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	7.213	-50,7%	7.489	3,8%	7.714	3,0%	7.907	2,5%
Summe langfristige Schulden	154.825	-4,7%	150.133	-3,0%	140.384	-6,5%	130.599	-7,0%
Kurzfristige Schulden								
Übrige Rückstellungen	34.864	2,6%	36.198	3,8%	37.284	3,0%	38.216	2,5%
Finanzverbindlichkeiten	961	-87,9%	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	66.835	-4,5%	72.960	9,2%	78.280	7,3%	80.237	2,5%
Steuerverbindlichkeiten	8.846	-21,1%	9.185	3,8%	9.460	3,0%	9.697	2,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	223.967	35,7%	232.537	3,8%	239.514	3,0%	245.501	2,5%
Summe kurzfristige Schulden	335.473	15,2%	350.880	4,6%	364.538	3,9%	373.651	2,5%
Summe Passiva	1.770.524	3,8%	1.808.582	2,1%	1.842.820	1,9%	1.874.997	1,7%

Quelle: Solventis Research, RHÖN-KLINIKUM 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: **07.05.2024, 10:00 Uhr**, erstmalige Veröffentlichung: **07.05.2024, 12:00 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) 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.

f) 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
23.10.23	Schlote	Kaufen	14,92 €	11,40 €	12 Monate

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

Empfehlungsübersicht Research-Reports (01.04.23 - 31.03.24)		in %	Auftragsresearch		in %
Kaufen	61	92,4%	51		77,3%
Halten	3	4,5%	3		4,5%
Verkaufen	0	0,0%	0		0,0%
Ausgesetzt	2	3,0%	2		3,0%
Insgesamt	66	100,0%	56		84,8%

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

- 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.
- hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Analyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Analyse getroffen.
- 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.

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: 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 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 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 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 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.