

Akt. Kurs (13.02.09, 15:08, Xetra): 36,78 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Monate: **64,00 (64,00) EUR**

**Branche:** Beteiligungsgesellschaft  
**Land:** Deutschland  
**ISIN:** DE0005875900  
**Reuters:** GSCG.DE  
**Bloomberg:** GSC:GR

## Kurzporträt

GESCO erwirbt etablierte mittelständische Unternehmen der Segmente Werkzeug-/Maschinenbau und Kunststofftechnik mehrheitlich und auf lange Sicht, meist im Rahmen von Nachfolgeregelungen.

## Anlagekriterien

### Drittes Quartal mit ersten konjunkturellen Bremsspuren

GESCO veröffentlichte am 12.2. den Bericht über die ersten neun Monate des Geschäftsjahres 2008/09 (bis 31.3). Dabei zeigten sich erwartungsgemäß bei einigen Kennziffern die ersten Auswirkungen der Konjunkturabschwächung im Geschäftsverlauf der Beteiligungsunternehmen. So verzeichnet GESCO erstmals seit langer Zeit auf Quartalsbasis einen Rückgang des Auftragseingangs um 17 Prozent auf 87,7 (105,7) Mio. Euro

Der Umsatz wuchs im dritten Quartal hingegen noch einmal um 17,3 Prozent auf 100,4 (85,6) Mio. Euro. Die Gesamtleistung erhöhte sich nahezu im gleichen Umfang auf 103,4 (88,3) Mio. Euro. Der Grund lag in den mit 2,4 (0,5) Mio. Euro auf fast das Fünffache gestiegenen Sonstigen betrieblichen Erträgen.

Das operative Ergebnis (EBITDA) bildete sich leicht auf 11,2 (11,6) Mio. Euro zurück, was auf den ersten Blick enttäuschend wirkt. Die Begründung liegt jedoch im nicht-operativen Bereich. Im Zuge des drastischen Einbruchs der Rohstoffpreise hat GESCO in gewohnt konservativer Weise den Wertansatz seiner Vorräte nach unten korrigiert. Dieser nicht-operative Sachverhalt wird jedoch trotzdem in der GuV-Position Materialaufwand verbucht. Diese legte deshalb ein Fünftel deutlich zu. Der Personalaufwand wuchs hingegen mit knapp 10 Prozent auf 22,5 (20,5) Mio. Euro unterproportional.

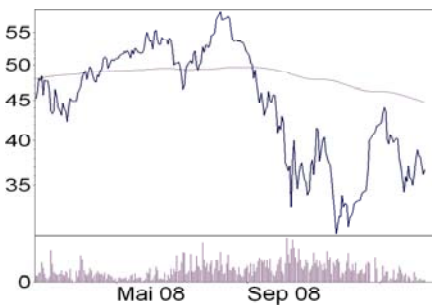
Das EBIT sank im Zuge leicht auf 2,7 (2,6) Mio. Euro erhöhter Abschreibungen um 6,1 Prozent auf 8,5 (9,1) Mio. Euro. Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter verbesserte sich hingegen um 9,6 Prozent auf 4,7 (4,3) Mio. Euro. Hier machte sich neben einem auf minus 0,9 (-1,1) verbesserten Finanzergebnis (inklusive der Anteile Dritter an Personengesellschaften) auch der um ein Fünftel auf 2,4 (3,0) Mio. Euro gesunkene Steueraufwand positiv bemerkbar.

### Neunmonatszahlen profitieren vom hohem Niveau des ersten Halbjahres

In Anbetracht des sehr gespaltenen Jahres 2008 halten wir die Neunmonatszahlen (1.4.-31.12.) in ihrer Aussagekraft hinsichtlich einer Hochrechnung auf das Gesamtjahr für begrenzter als in einem Jahr mit einer gleichförmigeren Konjunkturentwicklung. Der Grundstock für die Neunmonatszahlen wurde unseres Erachtens in einem sehr guten ersten Halbjahr gelegt.

Zu beachten ist auch ein Konsolidierungseffekt, da die Ende April 2007 erworbene VWH Vorrichtung- und Werkzeugbau Herschbau GmbH in den Vorjahreszahlen nur mit fünf Monaten, in den aktuellen Neunmonatszahlen jedoch durchgängig enthalten ist. GESCO bezifferte den Effekt nicht näher. Wir schätzen das konsolidierungsbedingte Umsatzplus auf ungefähr 3,5 Mio. Euro, da VWH nach unserer Schätzung rund 10 Mio. Euro Umsatz macht.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	59,45 €	30,30 €
Aktueller Kurs:	36,78 €	
Aktienzahl ges.:	3.023.000	
Streubesitz:	95,2%	
Marktkapitalis.:	111,2 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

## Kennzahlen

	06/07	07/08	08/09e	09/10e
<b>Umsatz</b>	268	333	379	366
<i>bisher</i>	---	---	371	375
<b>EBIT</b>	23,7	34,2	40,2	34,5
<i>bisher</i>	---	---	40,8	36,7
<b>Jahresüb.</b>	13,3	17,9	22,7	19,2
<i>bisher</i>	---	---	23,1	20,7
<b>Erg./Aktie</b>	4,83	5,92	7,50	6,35
<i>bisher</i>	---	---	7,64	6,85
<b>Dividende</b>	1,50	2,42	2,80	2,80
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	7,6	6,2	4,9	5,8
<b>Div.rendite</b>	4,1%	6,6%	7,6%	7,6%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

## Analyst:

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

k.kraenzle@gsc-research.de

Auf Neunmonatsbasis legte der Umsatz somit um 16,7 Prozent auf 293,2 (Vj. 251,1) Mio. Euro zu. Die Gesamtleistung wuchs mit fast 19 Prozent auf 306,9 (258,0) Mio. Euro noch deutlicher. Der Grund lag in einem vor allem in einem in den ersten sechs Monaten vorgenommen Lageraufbau, der sich in einer auf 9,8 (4,3) mehr als verdoppelten GuV-Position Bestandsveränderungen bemerkbar machte. Zudem stiegen die Sonstigen betrieblichen Erträge um 60 Prozent auf 3,5 (2,2) Mio. Euro.

Das operative Ergebnis (EBITDA) verbesserte sich um 17,8 Prozent auf 40,3 (34,2) Mio. Euro. Hier macht sich unseres Erachtens immer noch die hohe Fixkostendegression des ersten Halbjahres positiv bemerkbar. Das EBIT verbesserte sich bei erhöhten Abschreibungen von 7,8 (7,3) Mio. Euro um ein Fünftel auf 32,5 (26,9) Mio. Euro.

Der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter legte mit einem Zuwachs von einem Drittel auf 18,4 (13,8) Mio. Euro noch deutlicher zu. Hierzu trug eine auf 32,5 (36,9) Mio. Euro gesunkene Steuerquote in Verbindung mit einem auf minus 2,8 (-2,9) Mio. Euro leicht verbesserten Finanzergebnis (inklusive Anteile Dritter an Personengesellschaften) bei, während die Anteile Dritter (an Kapitalgesellschaften) im Zuge des guten Geschäftsverlaufes um ein Fünftel auf 1,7 (1,4) Mio. Euro zunahmen.

Unter dem Strich wies GESCO nach neun Monaten ein Ergebnis je Aktie von 6,07 (4,57) Euro aus, das damit bereits jetzt den Wert des gesamten Vorjahres von 5,92 Euro übertrifft.

### **Wirtschaftliche Eintrübung im Segment Kunststoff bereits angekommen**

Im Bereich der Segmentberichterstattung zeigen sich bereits erste Eintrübungen der wirtschaftlichen Perspektiven. So bildete sich der Auftragseingang nach neuen Monaten im Segment Kunststoff-Technik um 5,7 Prozent auf 31,5 (Vj. 33,5) Mio. Euro zurück. Im Bereich Werkzeug- und Maschinenbau stand hingegen noch ein 8,6-prozentiger Anstieg zu Buche.

Die Umsätze legten in beiden Sparten zu. Der Werkzeug- und Maschinenbau steigerte seinen Umsatz um 18,4 Prozent auf 260,4 (219,9) Mio. Euro. Der Bereich Kunststofftechnik wies nach neun Monaten einen um „nur“ 5 Prozent höheren Wert aus, was unseres Erachtens die These erhärtet, dass die Konjunkturuntrübung dort früher angekommen ist als im Werkzeug- und Maschinenbau.

Auf der Ergebnisseite (EBIT) musste der Bereich Kunststofftechnik bereits einen 8-prozentigen Rückgang auf 4,0 (4,3) Mio. Euro hinnehmen, während der Werkzeug- und Maschinenbau um fast 30 Prozent auf 31,8 (24,7) Mio. Euro zulegen konnte.

### **GSC-Schätzungen leicht überarbeitet und an Konjunktur angepasst**

Im Rahmen des Neunmonatsberichtes bestätigte GESCO die bereits Ende Juni 2008 kommunizierte Unternehmensplanung nochmals. Diese unseres Erachtens gewohnt konservative Prognose sieht für das laufende Geschäftsjahr nach wie vor einen Umsatz von 370 Mio. Euro sowie einen Konzernjahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter von 21,5 Mio. Euro vor, was ein Ergebnis je Aktie von 7,11 Euro bedeuten würde.

Wir halten diese Guidance selbst vor dem Hintergrund eines vergleichsweise schlechten vierten Quartals (1.1-31.3.) mit stagnierenden Umsätzen und ohne

Konsolidierungseffekte für zu vorsichtig. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Umsatzschätzung für das Geschäftsjahr 2008/09 leicht auf 379 (bisher 371) Mio. Euro heraufgesetzt.

Unsere Schätzung für das EBIT belassen wir jedoch mit 40,2 (40,8) Mio. Euro nahezu auf dem bisherigen Niveau. Dies resultiert aus der Einarbeitung des Einmaleffektes der Abwertung von Vorräten im dritten Quartal in eine auf 54,9 (54,0) Prozent erhöhte Materialaufwandsquote. Der Einmaleffekt wurde uns vom GESCO-Vorstand mit ungefähr 4 Mio. Euro beziffert.

Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir jetzt mit 22,7 (23,1) Mio. Euro etwas niedriger, was jedoch überwiegend auf der Änderung der Materialaufwandsquote beruht. Wir liegen jedoch mit dieser Schätzung immer noch einen Tick über der offiziellen Unternehmensprognose. Das Ergebnis je Aktie beläuft sich in unserem Szenario auf 7,50 (7,64) Euro. Unsere Dividendenprognose lassen aufgrund der überschaubaren Änderungen mit 2,80 Euro unverändert.

Für das kommende Geschäftsjahr 2009/10 (bis 31.3) haben wir unsere Schätzungen hingegen leicht nach unten korrigiert. Die Unternehmen der GESCO sind nach unserem Eindruck zwar gut aufgestellt, dürften sich aber der konjunkturellen Entwicklung nicht in Gänze entziehen können. Wir haben unserer Umsatzschätzung daher vorsichtshalber zunächst die Prognose des Maschinenbau-Verbandes VDMA zugrunde gelegt, der von einem Umsatzminus der Branche in Höhe von 7 Prozent in 2009 ausgeht.

Nach den Aussagen von GESCO im Neunmonatsbericht gehen wir zudem von zwei Akquisitionen aus, die wir mit je 10 Mio. Euro Umsatz ansetzen, konsolidierungsbedingt aber nur zu zwei Dritteln berücksichtigen. Wir rechnen demnach mit einem Umsatz von 365,8 (375,0) Mio. Euro Umsatz und einem EBIT von 34,5 (36,7) Mio. Euro. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir bei 19,2 (20,7) Mio. Euro, was ein Ergebnis je Aktie von 6,35 (6,85) Euro bedeuten würde.

Unsere Dividendenschätzung belassen wir jedoch bei 2,80 Euro, da wir uns aufgrund der stets aktionärsfreundlichen Ausschüttungspolitik von GESCO eine Dividendenkürzung zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht vorstellen können. Falls sich die konjunkturelle Lage aufhellt, können wir uns im Vorgriff auf ein besseres Geschäftsjahr 2009/10 sogar durchaus eine kleine Erhöhung vorstellen, da GESCO seit vielen Jahren alljährlich eine Dividendenerhöhung verkündet hat.

### **Bewertung**

Wir verwenden im Rahmen unserer Peer-Group-Betrachtung nach wie vor die Branchen-KGVs der GESCO-Zielbranchen Kunststoff, Maschinen- bzw. Spezialmaschinenbau (umfasst auch Werkzeugmaschinen) für unsere Bewertung. Auf den Durchschnitt von 10,2 (bisher 7,6 für 2008) haben wir einen Abschlag von 15 Prozent vorgenommen, da Gesellschaften wie GESCO meist von der Börse mit einem Holdingabschlag belegt werden.

Auf Basis des korrigierten Multiplikators von 8,7 (6,5) und unter Verwendung des von uns für 2009/10 erwarteten GESCO-Gewinns von 6,35 (6,85) Euro je Aktie ergibt sich zunächst ein erstes Zwischenergebnis von 55,03 (49,25) Euro. Dieser leicht höhere Wert resultiert aus dem gestiegenen Bewertungsniveau der von uns verwendeten Branchen-KGVs – hauptsächlich aufgrund der Revision der Prognosen nach unten –, welches die Rücknahme unserer GESCO-Gewinnschätzung überkompensiert.

Im Rahmen unseres DCF-Modells (Abzinsungszinssatz 5,87%, Ausgangs-Cash-Flow 16,0 Mio. €, Ewiges Wachstum 0%, Beta 1,0) errechnen wir ein zweites Zwischenergebnis von 73,32 (78,07) Euro. Der etwas niedrigere Wert spiegelt neben der Rücknahme unserer Schätzung auch Mittelabflüsse im Zuge des von uns erwarteten Erwerbs zweier neuer Unternehmen im kommenden Geschäftsjahr 2009/10 wider. Das seit unserer letzten Analyse deutlich gesunkene Zinsniveau mildert diese Effekte jedoch ab.

Aus dem gerundeten Mittelwert der beiden Teilergebnisse von 64,17 (63,68) Euro ergibt sich ein unverändertes Kursziel von 64 Euro. Gestützt wird dieser weit über dem aktuellen Kursniveau liegende Wert durch ein KGV von lediglich 5,8 auf Basis des Jahres 2009/10 und die von uns erwartete Dividendenrendite von 7,6 Prozent.

Damit besitzt die GESCO-Aktie unseres Erachtens selbst auf Basis vorsichtiger und im Zuge der eingebrochenen Konjunktur nochmals reduzierten Modellprämissen weiterhin erheblichen Bewertungsspielraum nach oben.

### **Fazit**

Während die Vorboten der Konjunkturintrübung in den Neunmonatszahlen aufgrund der sehr guten Halbjahreszahlen kaum zu sehen waren, sind bei isolierter Betrachtung der Q3 Zahlen auch bei GESCO erste „Bremsspuren“ im Geschäftsverlauf erkennbar. Insbesondere schrumpfte in diesem Zeitraum der Auftragseingang um 17 Prozent gegenüber dem Vorjahr.

Nichtsdestotrotz gehen wir davon aus, dass die GESCO-Gruppe sich aufgrund der guten Marktstellung ihrer Unternehmen zumindest nicht schlechter entwickeln wird, als es der Branchenverband der Maschinenbauindustrie für seine Mitgliedsunternehmen erwartet. Der VDMA prognostiziert für 2009 ein Umsatzminus von 7 Prozent.

Neben dieser Prämisse haben wir unseren überarbeiteten Schätzungen zwei kleinere Akquisitionen zugrunde gelegt, nachdem GESCO in seinem Neunmonatsbericht im Verhältnis zur sonstigen gewohnt zurückhaltenden Manier doch recht konkrete diesbezügliche Aussagen gemacht hatte. So beobachtet das GESCO-Management, dass hier mittlerweile im Markt wieder realistischere Preisvorstellungen herrschen, und zeigte sich zuversichtlich, in 2009 eine oder mehrere Akquisitionen vermelden zu können.

Angesichts eines KGV von unter 6 und einer Dividendenrendite von 7,6 Prozent bestätigen wir unsere Kaufempfehlung für die GESCO-Aktie und bestätigen unser Kursziel von 64 Euro.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>GESCO AG</b>												
in Mio. €	(31.03.)		2006/07		2007/08		2008/09e		2009/10e		2010/11e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>268,1</b>	<b>96,1%</b>	<b>333,2</b>	<b>86,0%</b>	<b>379,0</b>	<b>97,8%</b>	<b>365,8</b>	<b>98,4%</b>	<b>390,8</b>	<b>97,9%</b>		
Veränderung zum Vorjahr					24,3%		13,7%		-3,5%		6,8%	
Bestandsveränderungen / Eigenleistungen	6,0	2,2%	6,1	1,8%	4,6	1,2%	3,0	0,8%	4,2	1,1%		
Sonstige betriebliche Erträge	4,9	1,8%	4,0	1,2%	4,0	1,0%	3,0	0,8%	4,0	1,0%		
<b>Gesamtleistung</b>	<b>279,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>343,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>387,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>371,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>399,0</b>	<b>100%</b>		
Veränderung zum Vorjahr					23,0%		12,9%		-4,1%		7,3%	
Aufwendungen für Material und Vertrieb	146,9	52,7%	184,4	53,7%	212,7	54,9%	200,8	54,0%	215,4	54,0%		
Veränderung zum Vorjahr					15,4%		7,8%		2,3%		7,3%	
Personalaufwand	70,1	25,1%	80,9	23,6%	87,2	22,5%	89,2	24,0%	95,8	24,0%		
Veränderung zum Vorjahr					11,6%		9,3%		-0,5%		5,7%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	30,2	10,8%	33,7	9,8%	36,8	9,5%	36,6	9,9%	38,7	9,7%		
Veränderung zum Vorjahr					15,4%		7,8%		2,3%		7,3%	
<b>EBITDA</b>	<b>31,8</b>	<b>11,4%</b>	<b>44,3</b>	<b>12,9%</b>	<b>50,9</b>	<b>13,1%</b>	<b>45,2</b>	<b>12,2%</b>	<b>49,1</b>	<b>12,3%</b>		
Veränderung zum Vorjahr					39,3%		14,8%		-11,2%		8,6%	
Abschreibungen	8,1	2,9%	10,1	2,9%	10,7	2,8%	10,7	2,9%	10,7	2,7%		
Veränderung zum Vorjahr					24,7%		5,5%		0,4%		0,0%	
<b>EBIT</b>	<b>23,7</b>	<b>7,1%</b>	<b>34,2</b>	<b>10,0%</b>	<b>40,2</b>	<b>10,4%</b>	<b>34,5</b>	<b>9,3%</b>	<b>38,4</b>	<b>9,6%</b>		
Veränderung zum Vorjahr					44,3%		17,5%		-14,2%		11,3%	
Finanzergebnis	-0,1	0,0%	-3,4	-1,0%	-3,5	-0,9%	-3,3	-0,9%	-3,6	-0,9%		
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0			
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>23,6</b>	<b>8,5%</b>	<b>30,8</b>	<b>9,0%</b>	<b>36,7</b>	<b>9,5%</b>	<b>31,2</b>	<b>8,4%</b>	<b>34,8</b>	<b>8,7%</b>		
Steuerquote	39,4%		36,4%		33,0%		33,0%		33,0%			
Ertragssteuern	9,3	3,3%	11,2	3,3%	12,1	3,1%	10,3	2,8%	11,5	2,9%		
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>14,3</b>	<b>5,1%</b>	<b>19,6</b>	<b>5,7%</b>	<b>24,6</b>	<b>6,3%</b>	<b>20,9</b>	<b>5,6%</b>	<b>23,3</b>	<b>5,8%</b>		
Veränderung zum Vorjahr					37,1%		25,4%		-15,0%		11,5%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%		
Anteile Dritter	1,0	0,4%	1,7	0,5%	1,9	0,5%	1,7	0,5%	2,1	0,5%		
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>13,3</b>	<b>4,8%</b>	<b>17,9</b>	<b>5,2%</b>	<b>22,7</b>	<b>5,9%</b>	<b>19,2</b>	<b>5,2%</b>	<b>21,2</b>	<b>5,3%</b>		
Veränderung zum Vorjahr					34,6%		26,7%		-15,4%		10,5%	
Anzahl der Aktien	2,7538		3,023		3,023		3,023		3,023		3,023	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>4,83</b>		<b>5,92</b>		<b>7,50</b>		<b>6,35</b>		<b>7,01</b>			

## **Aktionärsstruktur**

JP Morgan	3,3%
Vorstand und Aufsichtsrat	1,5%
Streubesitz	95,2%

## **Termine**

25. Juni 2009	Bilanzpressekonferenz und Analystenkonferenz
August 2009	Veröffentlichung der Zahlen für das erste Quartal (01.04.-30.06.2009)
27. August 2009	Hauptversammlung
November 2009	Veröffentlichung der Halbjahreszahlen (01.04.-30.09.2009)
Februar 2010	Veröffentlichung der Zahlen für die ersten drei Quartale (01.04.-31.12.2009)

## **Kontaktadresse**

GESCO AG  
Döppersberg 19  
D-42103 Wuppertal

Email: [gesco@gesco.de](mailto:gesco@gesco.de)  
Internet: [www.gesco.de](http://www.gesco.de)

## **Ansprechpartner Investor Relations:**

Oliver Vollbrecht

Tel.: +49 (0) 202 / 24820 - 18  
Fax: +49 (0) 202 / 24820 - 49  
Email: [vollbrecht@gesco.de](mailto:vollbrecht@gesco.de)

## Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

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

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
21.11.2009	31,00 €	Kaufen	64,00 €
04.09.2008	50,07 €	Kaufen	77,00 €
09.07.2008	51,61 €	Kaufen	73,00 €
27.02.2008	47,39 €	Kaufen	72,00 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.08):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	65,8%	60,0%
Halten	21,9%	26,7%
Verkaufen	12,3%	13,3%

## Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
GESCO AG	1, 4, 5, 7

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe [www.gsc-ag.de](http://www.gsc-ag.de)), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

## Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Immermannstraße 35, 40210 Düsseldorf verantwortlich.