

Akt. Kurs (17.08.09, 11:32, Xetra): 3,75 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **4,00 (4,00) EUR**

**Branche:** Finanzdienstleistungen  
**Land:** Deutschland  
**ISIN:** DE0005204705  
**Reuters:** VWDG.DE  
**Bloomberg:** VWD:GR

**Kurzbeschreibung**

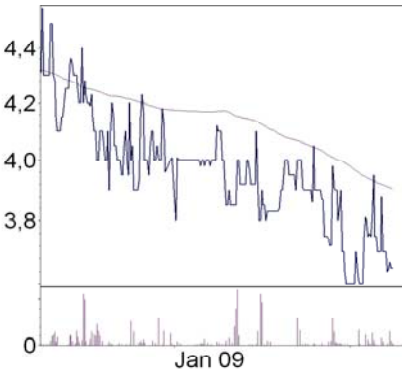
Die vwd group ist nach eigenen Angaben der führende deutsche Anbieter für Finanzmarktinformationen und Lösungen mit Fokus auf die Teilbereiche Private Banking, Wealth Management und Retail-Banking.

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	4,70 €	3,65 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	3,75 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	24.624.577	
<b>Streubesitz:</b>	7,0%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	93,6 Mio. €	

**Anlagekriterien**

**Halbjahreszahlen vor dem Hintergrund der Finanzkrise im Rahmen**

Die vwd group meldete am 13. August die Zahlen für das erste Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres 2009. Demnach steigerte vwd den Konzernumsatz um 10,7 Prozent auf 39,6 (Vj. 35,7) Mio. Euro. Der Umsatzzuwachs von 3,9 Mio. Euro resultiert nach unseren Schätzungen mit circa 2,3 Mio. Euro aus Übernahmen und ungefähr 1,6 Mio. Euro aus organischem Wachstum.



Auf der Ergebnisseite machten sich die konsolidierungsbedingt um ein Fünftel auf 15,7 (12,8) Mio. Euro angewachsenen Personalkosten bemerkbar. Die Materialkosten legten hingegen im Einklang mit der Umsatzentwicklung um 10,5 Prozent auf 13,2 (12,0) Mio. Euro zu.

Das operative Ergebnis (EBITDA) bildete sich in Folge der skizzierten Effekte leicht um 6,8 Prozent auf 5,1 (5,5) Mio. Euro zurück. Wir halten diese Kennziffer in Hinblick auf die operative Ertragskraft momentan für aussagekräftiger als das von uns sonst meist verwendete EBIT. Der Grund liegt in Abschreibungen, die vwd auf die Vermögensgegenstände der neu erworbenen Unternehmen im Zusammenhang mit der sog. Kaufpreisallokation nach IFRS vornehmen musste.

**Kennzahlen**

	2007	2008	2009e	2010e
<b>Umsatz</b>	65,1	73,4	80,0	84,5
<i>bisher</i>	---	---	---	87,0
<b>EBIT</b>	5,3	8,3	7,1	9,4
<i>bisher</i>	---	---	8,7	10,9
<b>Jahresüb.</b>	1,5	3,4	3,6	5,3
<i>bisher</i>	---	---	4,6	6,4
<b>Erg./Aktie</b>	0,06	0,14	0,14	0,21
<i>bisher</i>	---	---	0,18	0,25
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,00	0,10
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	63,3	27,6	21,2	15,4
<b>Div.rendite</b>	0,0%	0,0%	0,0%	2,6%

Das EBIT sank als Folge der auf 1,8 (1,1) Mio. Euro deutlich gestiegenen Abschreibungen um fast ein Viertel auf 3,3 (4,4) Mio. Euro. Der Halbjahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter bildete sich um ein Fünftel auf 1,8 (2,3) Mio. Euro zurück, was ein Ergebnis von 7 (9) Cent je Aktie im Berichtszeitraum bedeutete.

Während der Umsatz voll und ganz unseren Erwartungen entsprach bewegten sich die Ergebniskennziffern eher am unteren Ende unserer Schätzungen. In Anbetracht der Finanzkrise stufen wir die Zahlen dennoch als zufriedenstellend ein, da vwd selbst in der jetzigen ökonomischen Extremsituation deutlich schwarze Zahlen geschrieben hat und der überwiegende Teil des Ergebnisrückganges auf sinnvollen Aufwendungen für die Zukunft des Unternehmens basiert.

Angaben in Mio. Euro  
 Erg./Aktie und Dividende in Euro

**Operatives Geschäft trotz Finanzkrise weitgehend stabil**

Trotz der Finanzkrise schreiben alle drei vwd-Sparten deutlich schwarze Zahlen und konnten ihre Umsätze in der Berichtsperiode steigern. Im Einzelnen steigerte das nach wie vor größte Segment Market Data Solutions (MDS) die Umsätze um 2 Prozent auf 17,1 (16,8) Mio. Euro. Das Segmentergebnis (EBITDA) legte im Zuge positiver Skaleneffekte deutlich um über ein Fünftel auf 2,2 (1,8) Mio. Euro zu. Das zweitgrößte Segment Specialised Marketing Solutions (SMS) verzeichnete ebenfalls einen leichten Umsatzsprung um 4,2 Prozent auf 11,8 (11,3) Mio. Euro.

**Analyst:**

Klaus Kränzle, CEFA

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 29  
 Fax: 0211 / 17 93 74 – 44  
 k.kraenzle@gsc-research.de

Auf der operativen Ergebnisseite (EBITDA) musste vwd hier jedoch mit 1,2 (2,4) eine Halbierung hinnehmen. Der Grund für diesen deutlichen Gewinnschwund lag in der Zusammenlegung von Fonds und den damit verbunden geringeren Marketingausgaben der Kapitalanlagegesellschaften. Dieser Effekt wirkte sich wegen der hier bislang erzielten hohen Margen in der geschilderten Deutlichkeit aus.

Zudem litt vwd auch unter der Werbeflaute im Finanzportal „finanztreff.de“. Hier verhalten sich die Kunden aus der Finanzbranche nach Aussage von Vorstand Edmund Keferstein leider all zu zyklisch und fahren derzeit ihre Werbebudgets drastisch zurück. Finanztreff musste hier einen Umsatzrückgang um über ein Viertel hinnehmen.

Auch der momentan gegen den allgemeinen Trend boomende Bereich der Exchange Traded Fonds (ETF – börsennotierte an einem Index orientierte und passiv gemanagte Investmentfonds) konnte die Rückgänge nach unserem Eindruck nicht kompensieren. Wir denken, dass es im Naturell dieser Produktgattung liegt, dass die Banken diese nicht so offensiv wie aktiv gemanagte Fonds vertreiben und somit auch nicht mit größeren Marketinganstrengungen begleiten wollen.

Sowohl auf Umsatz als auch Ergebnisebene positiv verlief die Entwicklung in der drittgrößten Sparte Technology Solutions (TS). Der Umsatz legte um über ein Drittel auf 10,6 (7,6) Mio. Euro zu, das Segmentergebnis (EBITDA) stieg im gleichen Umfang auf 1,7 (1,2) Mio. Euro. Insgesamt sehen wir die Segmentberichterstattung von vwd als Beleg, dass selbst in der derzeitigen Krise die verschiedenen Segmente sich gut ergänzen und in der Gesamtheit einen guten Ertragsausgleich für vwd schaffen.

Interessant war für uns auch die Aussage, dass vwd kaum Kunden an die Konkurrenz verliert. Nach Unternehmensangaben beträgt die Abwanderungsrate zu Mitbewerbern ungefähr 22 Prozent aller Kündigungen. Laut vwd bewegt sich die Anzahl der Kündigungen jedoch auf einem „sehr niedrigem“ Niveau, welches Herr Keferstein jedoch nicht näher spezifiziert. 62 Prozent der Stornierungen basieren auf Arbeitsplatzabbau. Die zu 100 Prozent fehlenden 16 Prozent lassen sich laut vwd auf zahlreiche nicht näher interpretierbare Einzelfallentscheidungen zurückführen.

### **Weitere Synergien durch fortschreitende Integration der Sparten**

Der Vorstandsvorsitzende Keferstein führte anlässlich der Telefonkonferenz auch in nachvollziehbarer Art und Weise aus, dass er das Ertragspotenzial der vwd Group durch die Hebung von Synergien auch außerhalb des positiven Umsatztrends noch für steigerbar hält. So hätte vwd bereits jetzt durch die räumliche Zusammenlegung der Schweizer Unternehmensaktivitäten Kosten eingespart.

Zudem schwebt vwd vor, die kürzlich erworbene European Derivatives Group (EDG) als Kompetenzzentrum für die Bewertung von Finanzinstrumenten auch außerhalb des Zertifikatebereichs auszubauen.

Herr Keferstein stellte zudem noch einmal den „Leuchtturmcharakter“ des mit der DZ Bank durchgeführten Projektes der Ausstattung der Genossenschaftsbanken mit Finanzsystemen von vwd dar. Nach erheblichen Anstrengungen für die Durchführung des Projektes werden sich laut Herrn Keferstein bald die positiven Seiten dieses Projektes auch auf der Ergebnisseite in vollem Umfang bemerkbar machen.

Wir sehen das ähnlich und denken, dass auch die Aufträge von der Oldenburgischen Landesbank nicht zustande gekommen wären, wenn vwd nicht durch ein Referenzprojekt gezeigt hätte, derartige Großaufträge stemmen zu können.

### **GSC-Schätzungen an Unternehmensentwicklung und Krise angepasst**

Nach wie vor gestaltet sich das vwd-Geschäft vor dem Hintergrund der Finanzkrise vergleichsweise stabil. Vorübergehende Bremsspuren in der Expansion zeigen sich vor allem im Bereich Spezialist Marketing Solutions (SMS), der unter den drastisch zusammengestrichenen Werbebudgets für das Fondsmarketing leidet. Auf der anderen Seite profitiert das vwd-Geschäft eben gerade vom geschärften Kostenbewusstsein der Banken, da den Produkten von vielen Experten ein gutes Preis-Leistungs-Verhältnis zugebilligt wird.

Insgesamt gehen wir weiterhin von einem Umsatz in Höhe von 80 Mio. Euro aus, was einen Umsatzzuwachs von 9 Prozent gegenüber 2008 bedeuten würde und auch der Prognose von vwd selbst entspricht.

Unseren Ansatz für das operative Ergebnis (EBITDA) sehen wir in Anlehnung an die Halbjahreszahlen jetzt bei 11,1 (bisher 12,9) Mio. Euro. Die Ursache liegt in den von uns etwas zu niedrig angesetzten Personalkosten bei Teilen der neu akquirierten Unternehmen. Damit befinden wir uns im Einklang mit der vwd Prognose, die das EBITDA für 2009 bei ungefähr 11 Mio. Euro sieht.

Das EBIT schätzen wir auf 7,1 (8,7) Mio. Euro. Hier haben wir unseren Ansatz für die Abschreibungen nach der Vorlage der Halbjahreszahlen marginal auf 4,0 (4,2) Mio. Euro zurückgenommen..

Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir jetzt bei 3,6 (4,6) Mio. Euro, was mit einem Ergebnis je Aktie von 0,14 (0,18) Euro einhergehen würde. Eine Dividendenausschüttung erwarten wir für 2009 demzufolge weiterhin nicht.

### **Wachstumstrend sollte auch in 2010 andauern**

Für 2010 erwarten wir als Folge der Finanzkrise jetzt einen Umsatz von 84,5 (bisher 87,0) Mio. Euro, was jedoch im Vergleich zu 2009 immer noch ein Wachstum von 5,6 Prozent markieren würde. Das EBITDA sehen wir auch in Fortführung des Basiseffektes bei den Personalkosten aus 2009 nunmehr bei 13,4 (15,1) Mio. Euro. Das EBIT sollte ein Niveau von 9,4 (10,9) Mio. Euro erreichen. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir jetzt bei circa 5,3 (6,4) Mio. Euro, was einem Ergebnis je Aktie von 0,21 (0,25) Euro entsprechen würde.

Nachdem das vwd-Management im Gespräch mit uns erneut betonte, dass man eine „mittelfristig eine kapitalmarktorientierte Dividendenpolitik“ plane, gehen wir für 2010 weiterhin von einer erstmaligen Ausschüttung aus und setzen diese mit 0,10 Euro je Aktie an. Da eine diesbezügliche Entscheidung in den vwd-Gremien erst im Frühjahr 2011 ansteht, kommentierte das Unternehmen verständlicherweise unsere Dividendenprognose erneut nicht.

## Bewertung

Mangels direkt vergleichbarer Mitbewerber behalten wir unsere Bewertung mit Hilfe von sog. „Close-Comparables“ bei. Dabei handelt es sich um Unternehmen, mit denen vwd zumindest in Teilmärkten konkurriert oder die ein im weitesten Sinne ein ähnliches Geschäftsmodell betreiben.

Neben eher technikgetriebenen Unternehmen wie Informa (GB), Interactive Data (USA) und Deutsche Börse berücksichtigen wir auch die international tätigen Nachrichten- bzw. Medienkonzerne Thomson-Reuters (Can/GB) und Mc Graw Hill (USA, Mutterfirma von Standard & Poor's). Daneben erachten wir GfK und ProSiebenSat.1 als gute Seismografen für den allgemeinen Werbe- und Datenmarkt. Die beiden letztgenannten Unternehmen sind jedoch wegen des fehlenden Bezugs zu den Finanzmärkten nicht in unserer Peer Group enthalten und derzeit mit 2009er-Konsensus-KGVs von 9,9 (bisher 8,6 GfK) und 9,4 (7,3 ProSieben) deutlich niedriger bewertet als im Finanzsektor tätige Unternehmen mit einem im weitesten Sinne ähnlichen Angebotspektrum.

Dagegen beziehen wir weiterhin die EquityStory AG ein, die mit dem Ad-hoc-Mitteilungsgeschäft ein ähnlich gut planbares Geschäft betreibt wie vwd mit den installierten Terminals, das zudem ebenfalls skalierbar ist. Zur Abrundung führen wir wegen der Konkurrenz zum vwd-Portal „finanztreff.de“ weiter auch Boursorama (F) als börsennotierte Mutter des bekannten Online-Finanzportals OnVista in unserer Peer Group.

In unsere Bewertung geht zunächst eine Gewinnschätzung für 2009 in Höhe von 0,14 (bisher 0,18) Euro je vwd-Aktie und ein durchschnittliches KGV der Peer Group von 13,3 (14,4) ein. Auf diesen Wert nehmen wir aufgrund der gegenüber den meisten Peer-Group-Unternehmen deutlich geringeren Größe einen Abschlag von 10 Prozent vor und kommen bei einem KGV von 12,0 (13,0) zu einem fairen Wert von 1,66 (2,33) Euro. Dieser niedrigere Wert resultiert aus unserer marginalen Rücknahme der Gewinnschätzung in Verbindung mit dem leicht gesunkenen Bewertungsniveau der Vergleichsaktien.

Wegen der stetigen Cash-Flow-Einnahmen der vwd group berücksichtigen wir auch weiterhin als zweites Standbein in unserem Bewertungsmodell ein DCF-Modell. Unsere Berechnung (Positiver Ausgangs-Cash Flow 7,6 Mio. €, Abzinsungszinssatz 6,10%, ewiges Wachstum 0%, Betafaktor 1,0) ergibt unter den getroffenen Annahmen ein zweites Zwischenergebnis in Höhe von 6,24 (5,65) Euro. Der etwas höhere Wert resultiert aus der Rücknahme einiger liquiditätswirksamer Bewertungsparameter. Diese hatten wir im Zusammenhang mit einigen Unternehmenskäufen etwas zu hoch angesetzt.

Als fairen Wert der Aktie legen wir den Mittelwert aus Peer Group und DCF-Modell zugrunde. Damit bilden wir einerseits die Abhängigkeit vom Börsenumfeld ab, tragen jedoch auf der anderen Seite der Fähigkeit der vwd group Rechnung, auch in einem durchwachsenen Börsenumfeld weitgehend stabile Erträge zu generieren. Unser gewichteter Fair Value aus Peer Group und DCF-Modell beträgt somit 3,95 (3,99) Euro, weshalb wir unser Kursziel mit 4 Euro unverändert lassen. Wir bestätigen demzufolge unsere stabile Halteempfehlung für die vwd-Aktie in vollem Umfang.

### Fazit

Während der Umsatz auf Halbjahresebene im vollem Umfang unseren Erwartungen entsprach bewegten sich die Ergebniskennziffern eher am unteren Ende unserer Schätzungen. Angesichts der derzeitigen ökonomischen Ausnahmesituation stellte uns der Zwischenbericht dennoch zufrieden.

In Anlehnung an die Halbjahreszahlen haben wir unsere Schätzungen für 2009 auf der Umsatzebene unverändert gelassen. Eine nennenswerte Anpassung haben wir lediglich bei den Personalkosten vorgenommen, die wir in Hinblick auf erworbenen Unternehmen etwas zu niedrig geschätzt hatten. Die Zahlen für 2010 haben wir in ähnlicher Art an den Basiseffekt aus 2009 angepasst, jedoch wegen der Auswirkungen der Finanzkrise z.B. auf die Werbebudgets im Fondsbereich auch auf der Umsatzebene einen Tick zurückgenommen.

Aus fundamentaler Sicht ist die vwd-Story für uns weiterhin intakt. Das Unternehmen unterstreicht auch im derzeitigen Börsenumfeld seine Fähigkeit, deutlich schwarze Zahlen schreiben zu können und durch ein breites Produktportfolio die schwache Entwicklung im Bereich der Werbeausgaben für Fonds an anderer Stelle auszugleichen.

Insgesamt ist die vwd-Aktie trotz eines KGV von 21,2 für 2009 und 15,4 für 2010 nach unseren Berechnungen derzeit adäquat bewertet und repräsentiert eine stabile Halteposition.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>vwd group</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2007		2008		2009e		2010e		2011e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>65,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>73,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>80,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>84,5</b>	<b>100%</b>	<b>90,0</b>	<b>100%</b>
Veränderung zum Vorjahr			12,7%		9,0%		5,6%		6,5%	
Materialaufwand	22,2	34,1%	24,3	33,1%	27,3	34,1%	28,8	34,1%	30,7	34,1%
Veränderung zum Vorjahr			9,5%		12,3%		5,6%		6,5%	
Personalaufwand	23,7	36,4%	27,2	37,1%	30,4	38,0%	30,8	36,5%	31,7	35,2%
Veränderung zum Vorjahr			14,8%		11,8%		1,5%		2,7%	
Sonstiges Ergebnis	-12,0	-18,4%	-11,0	-15,0%	-11,2	-14,0%	-11,5	-13,6%	-12,4	-13,8%
Veränderung zum Vorjahr			-8,3%		1,8%		2,6%		8,1%	
<b>EBITDA</b>	<b>7,2</b>	<b>11,1%</b>	<b>10,9</b>	<b>14,9%</b>	<b>11,1</b>	<b>13,9%</b>	<b>13,4</b>	<b>15,8%</b>	<b>15,2</b>	<b>16,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			51,4%		2,0%		20,1%		13,9%	
Abschreibungen	1,9	2,9%	2,6	3,5%	4,0	2,8%	4,0	4,7%	4,0	4,4%
Veränderung zum Vorjahr			36,8%		53,8%		0,0%		0,0%	
<b>EBIT</b>	<b>5,3</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,3</b>	<b>11,3%</b>	<b>7,1</b>	<b>8,9%</b>	<b>9,4</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,2</b>	<b>12,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			56,6%		-14,2%		31,3%		19,9%	
Finanzergebnis	0,1	0,2%	-0,7	-1,0%	-0,7	-0,9%	-0,7	-0,8%	-0,7	-0,8%
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>5,4</b>	<b>8,3%</b>	<b>7,6</b>	<b>10,4%</b>	<b>6,4</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,7</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,5</b>	<b>11,7%</b>
Steuerquote	57,4%		42,1%		32,0%		32,0%		32,0%	
Ertragssteuern	3,1	4,8%	3,2	4,4%	2,1	2,6%	2,8	3,3%	3,4	3,7%
Veränderung zum Vorjahr			3,2%		-35,8%		34,8%		21,5%	
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,3</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,4</b>	<b>6,0%</b>	<b>4,4</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,9</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,1</b>	<b>7,9%</b>
Veränderung zum Vorjahr			91,3%		-0,8%		34,8%		21,5%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,8		1,0		0,8		0,6		0,4	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>1,5</b>	<b>2,3%</b>	<b>3,4</b>	<b>4,6%</b>	<b>3,6</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,3</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,7</b>	<b>7,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			126,7%		4,9%		48,2%		27,7%	
Anzahl der Aktien	24,625		24,683		25,755		25,755		25,755	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>0,06</b>		<b>0,14</b>		<b>0,14</b>		<b>0,21</b>		<b>0,26</b>	

## **Aktionärsstruktur**

CornerstoneCapital Beteiligungen GmbH	36,72%
DAH Beteiligungs GmbH	36,50%
Herr Edmund J. Keferstein	15,10%
Herr Spencer Bosse	4,67%
Streubesitz	7,02%

## **Termine**

13. November 2009	Zwischenmitteilung 3. Quartal 2009
Ende März 2010	Veröffentlichung Jahresfinanzbericht 2009
Anfang Mai 2010	Hauptversammlung
Mitte Mai 2010	Zwischenmitteilung 1. Quartal 2010
Mitte August 2010	Veröffentlichung Halbjahresfinanzbericht 2010
Mitte November 2010	Zwischenmitteilung 3. Quartal 2010

## **Kontaktadresse**

vwd Vereinigte Wirtschaftsdienste AG  
Tilsiter Straße 1  
D-60487 Frankfurt am Main

Internet: <http://www.vwd.com>

## **Ansprechpartner Investor Relations:**

Carsten Scharf

Tel.: +49 (0) 69 / 50701 - 270  
Fax: +49 (0) 69 / 50701 - 114  
Email: [investorrelations@vwd.com](mailto:investorrelations@vwd.com)

## 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
25.05.2009	3,86 €	Halten	4,00 €
06.04.2009	3,80 €	Halten	3,80 €
01.12.2008	4,01 €	Halten	4,20 €
28.08.2008	4,49 €	Halten	4,55 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2009):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	53,2%	55,6%
Halten	27,8%	29,6%
Verkaufen	19,0%	14,8%

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

Firma	Disclosure
vwd AG	1

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.