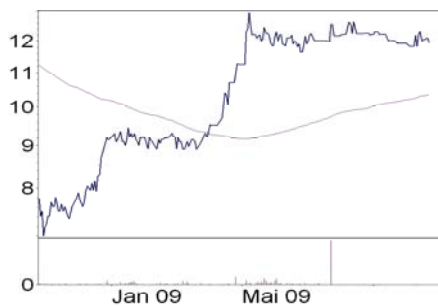


Akt. Kurs (26.10.09, 9:29, Xetra): 11,88 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **13,20 (12,80) EUR**

**Branche:** Einzelhandel  
**Land:** Deutschland  
**ISIN:** DE0005199905  
**Reuters:** ECKG.DE  
**Bloomberg:** ECK:GR

|                         | Hoch        | Tief   |
|-------------------------|-------------|--------|
| <b>Kurs 12 Mon.:</b>    | 13,00 €     | 6,80 € |
| <b>Aktueller Kurs:</b>  | 11,88 €     |        |
| <b>Aktienzahl ges.:</b> | 3.695.000   |        |
| <b>Streubesitz:</b>     | 21,6%       |        |
| <b>Marktkapitalis.:</b> | 43,9 Mio. € |        |



Quelle: Market-Maker

#### Kennzahlen

|                    | 2007 | 2008 | 2009e | 2010e |
|--------------------|------|------|-------|-------|
| <b>Umsatz</b>      | 87,0 | 86,2 | 86,8  | 87,7  |
| <i>bisher</i>      | ---  | ---  | ---   | ---   |
| <b>EBIT</b>        | 7,2  | 8,1  | 8,9   | 9,2   |
| <i>bisher</i>      | ---  | ---  | ---   | ---   |
| <b>Jahresüb.</b>   | 2,6  | 2,7  | 1,5   | 3,3   |
| <i>bisher</i>      | ---  | ---  | ---   | ---   |
| <b>Erg./Aktie</b>  | 0,76 | 0,73 | 0,42  | 0,91  |
| <i>bisher</i>      | ---  | ---  | ---   | ---   |
| <b>Dividende</b>   | 0,30 | 0,30 | 0,30  | 0,35  |
| <i>bisher</i>      | ---  | ---  | ---   | ---   |
| <b>KGV</b>         | 15,6 | 16,3 | 28,6  | 13,1  |
| <b>Div.rendite</b> | 2,5% | 2,5% | 2,5%  | 2,9%  |

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

#### Kurzbeschreibung

Ludwig Beck am Rathauseck - Textilhaus Feldmeier AG ist ein 1861 gegründetes Kaufhaus mit Stammgeschäft am Münchener Marienplatz sowie diversen Filialen. Verkauft werden Damen-, Herren- und Kinderbekleidung, Lederwaren und Accessoires, Kosmetikprodukte, Musik- und Hörbuch-CDs sowie Papier- und Geschenkartikel.

#### Anlagekriterien

##### Gute Neunmonatszahlen erneut im Einklang mit unseren Schätzungen

Am 21.10. meldete Ludwig Beck die Neunmonatszahlen des laufenden Geschäftsjahres 2009. Demnach gelang es dem Münchener Unternehmen, den Nettoumsatz (ohne Mehrwertsteuer) mit 58,0 (Vj. 58,4) Mio. Euro zu halten. Dabei ist jedoch zu beachten, dass in den Vorjahreszahlen noch der Umsatz einer inzwischen verkauften s.Oliver-Filiale enthalten war. Flächenbereinigt hätte sich nach Unternehmensangabe sogar ein kleiner Erlöszuwachs ergeben.

Auf der Ergebnisseite machte sich erneut die an dieser Stelle schon mehrfach positiv erwähnte Kostendisziplin von Ludwig Beck bemerkbar. So konnte der größte GuV-Posten Materialaufwand auf 29,6 (30,5) Mio. Euro reduziert werden. Sowohl die Personalkosten von 12,6 (12,6) Mio. Euro als auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 11,7 (11,8) Mio. Euro wurden auf dem bisherigen Niveau gehalten.

Folgerichtig legte das operative Ergebnis (EBIT) um ein Fünftel auf 3,7 (3,1) Mio. Euro zu, was wir vor dem Hintergrund der weiterhin schwierigen allgemeinen Einzelhandelskonjunktur als beachtenswert einstufen. Da sich auch das Finanzergebnis mit minus 2,5 (-2,7) Mio. Euro leicht verbesserte, erhöhte sich das Ergebnis vor Steuern um fast das Dreifache auf 1,1 (0,4) Mio. Euro. Allerdings ist diese prozentuale Veränderung nach neun Monaten im Einzelhandel nicht aussagekräftig, da derartige Unternehmen traditionell den Großteil ihres Ergebnisses im vierten Quartal und damit im Weihnachtsgeschäft erzielen.

Das Periodenergebnis rutschte wegen des im dritten Quartal verbuchten steuerlichen Sondereffektes (siehe dazu ausführlich unsere Research-Note vom 23.7.) erwartungsgemäß mit minus 1,1 (+0,1) Mio. Euro in negatives Terrain. Im Zuge der Übernahme der Mehrheitsanteile an Ludwig Beck durch die INTRO-Verwaltungs GmbH verfielen gemäß den steuerlichen Gesetzesvorgaben die bis dahin in der Ludwig Beck-Bilanz vorhandenen Verlustvorträge und mussten abgeschrieben werden, was in der GuV-Position Steueraufwand verbucht werden musste.

Das Neunmonats-Ergebnis je Aktie von minus 0,31 (+0,02) Euro besitzt somit neben der geschilderten überragenden Bedeutung des vierten Quartals auch aufgrund der steuerlichen Sondersituation in diesem Geschäftsjahr kaum eine Aussagekraft. Insgesamt werten wir die Zahlen jedoch auf operativer Ebene als sehr gut, da sie unseren ambitionierten Erwartungen in vollem Umfang entsprachen.

### **Wirtschaftliche Perspektiven für Einzelhandel bleiben durchwachsen**

Die für die Anschaffungsneigung der Verbraucher wichtigen Arbeitslosenzahlen fielen wegen Kurzarbeit und anderer staatlicher Maßnahmen bislang nicht so schlimm aus, wie noch im Frühjahr von vielen Wirtschaftsforschungsinstituten befürchtet. Dennoch dürfte der gesamte Konsum in diesem Jahr nach Meinung des Hauptverbandes des Deutschen Einzelhandels (HDE) um zwei Prozent schrumpfen.

Für 2010 rechnet der HDE mit einem Rückgang der privaten Konsumausgaben von 0,2 Prozent. Für dieses Jahr wird noch eine Zunahme von 0,7 Prozent erwartet, was unseres Erachtens an der Abwrackprämie für Altfahrzeuge liegt. Zwar hat der private Konsum derzeit eine stabilisierende Wirkung für die Konjunktur auf niedrigem Niveau, dies liegt aber unserer Meinung nach mehr am Einbruch des Exportes und weniger an einer neu entdeckten Kauflust der Verbraucher. Diese Einschätzung wird auch durch das im Oktober mit 4,0 (Vormonat 4,2) nach sechs Monaten erstmals wieder rückläufige GfK-Konsumklima untermauert.

Für Ludwig Beck bedeutet diese Entwicklung nach eigener Einschätzung, dass man sich weiterhin auf die eigenen Stärken besinnen muss und nicht auf den Rückenwind einer guten Branchenkonjunktur bauen kann. Wir teilen diese Meinung des Münchener Unternehmens in vollem Umfang.

### **Schätzungen in Anlehnung an die Zahlen unverändert belassen**

Nach der Veröffentlichung der Neunmonatszahlen haben wir unsere Schätzungen einer umfassenden Prüfung unterzogen und sie als weiterhin zutreffend eingestuft. Den Wegfall der Verlustvorträge hatten wir bereits in unserer Research-Note vom 23.7. anlässlich der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen berücksichtigt.

Im Einzelnen rechnen wir für das Geschäftsjahr 2009 unverändert mit einem Nettoumsatz (ohne Mehrwertsteuer) von 86,8 Mio. Euro. Als Folge der weiterhin vorhandenen Kostendisziplin sollte sich das operative Ergebnis (EBIT) gegenüber 2008 um 10 Prozent auf 8,9 Mio. Euro verbessern. Das Unternehmen hat eine Prognose für die Marge des Ergebnisses vor Steuern abgegeben und diese Kennziffer von 4 auf 5 Prozent angehoben. Damit liegt die Gesellschaft noch unter unserer Schätzung von 6 Prozent (siehe GuV-Tableau auf Seite 5), die wir angesichts der jetzt vorgelegten Zahlen als optimistisch, aber durchaus realistisch betrachten.

Der Jahresüberschuss dürfte sich aufgrund des mit 3,7 Mio. Euro außerordentlich hohen Steueraufwandes entgegen der operativen Entwicklung auf ein Niveau von 1,5 Mio. Euro zurückbilden. Das würde ein Ergebnis je Aktie von 0,42 Euro bedeuten. Die um den genannten Steuereffekt bereinigten Schätzungen würden eine Steigerung des Jahresüberschusses gegenüber 2008 auf 3,2 Mio. Euro und ein Ergebnis je Aktie von 0,86 Euro bedeuten, was die operative Ertragsstärke von Ludwig Beck besser abbilden würde.

Eine Aussage zur Dividende für 2009 ist momentan schwierig zu treffen. Nach dem derzeitigen Erkenntnisstand gehen wir jedoch im Hinblick auf eine aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik von einer unveränderten Dividende von 0,30 Euro je Anteilsschein aus.

Auch für 2010 haben wir unsere Nettoerlösschätzung mit 87,7 Mio. Euro beibehalten. Dies würde gegenüber unserer Umsatzerwartung für 2009 einen einprozentigen Anstieg bedeuten, was wir bei stagnierenden bis rückläufigen Einzelhandelsumsätzen immer noch als beachtlich einstufen würden.

Der Jahresüberschuss sollte sich aufgrund des nicht mehr relevanten steuerlichen Sondereffektes in 2010 bei 3,3 Mio. Euro einstellen, was einem Gewinn je Aktie von 0,91 Euro entspräche. Unsere Dividendenschätzung haben wir mit 0,35 Euro je Anteilsschein ebenfalls auf dem bisherigen Niveau belassen.

### **Bewertung**

Unsere Peer Group bilden wir weiterhin aus deutschen Einzelhandelsunternehmen (Bijou Brigitte, Douglas, Fielmann, Hawesko, Hornbach-Baumarkt, Metro und Praktiker) als vergleichbare Firmen an der Börse.

Unsere unveränderte Gewinnerwartung für 2009 von 0,42 Euro fließt weiterhin mit der um den steuerlichen Sondereffekt bereinigten Höhe von 0,86 Euro in unsere Peer Group-Bewertung ein. Aufgrund des außerordentlichen und nicht operativ bedingten Charakters der in unserer letzten Research-Note vom 23.7. vorgenommenen Schätzungsrevision halten wir diese Vorgehensweise nach wie vor für vertretbar.

In Verbindung mit dem durchschnittlichen 2009er-KGV der Peer Group von 16,4 (bisher 16,0) sowie einem Abschlag von 15 Prozent aufgrund der gegenüber der Mehrheit der Peer Group-Unternehmen deutlich geringeren Größe kommen wir zu einem ersten Zwischenergebnis von 11,99 (11,70) Euro als fairem Wert für die Ludwig Beck-Aktie. Eine breiter gefasste Peer Group aus internationalen Einzelhandelsaktien bestätigt als Kontroll- oder Parallelrechnung mit einem KGV von 16,2 zudem das Durchschnitts-KGV unserer Aktienauswahl.

Wegen der stetigen Cash Flow-Einnahmen von Ludwig Beck nehmen wir weiterhin auch eine DCF-Bewertung vor. Unser Modell (Ausgangs-Cash Flow 7,7 Mio. €, Abzinsungszinssatz 6,04%, ewiges Wachstum 0%, Beta 1,0) ergibt ein zweites Zwischenergebnis von 14,27 (13,90) Euro.

Als fairen Wert der Aktie legen wir den Mittelwert aus Peer Group- und DCF-Bewertung zugrunde. Damit bilden wir einerseits die Abhängigkeit vom deutschen Einzelhandel und vom Konsumklima ab, tragen auf der anderen Seite aber auch der Fähigkeit von Ludwig Beck Rechnung, am exklusiven Hauptstandort in München hohe Margen zu generieren und somit weiterhin eine eigene „Firmenkonjunktur“ zu kreieren.

Unser gewichteter Fair Value aus Peer Group und DCF-Modell beträgt 13,13 (12,80) Euro. Unser neues und leicht erhöhtes Kursziel runden wir somit auf 13,20 (12,80) Euro. Wir bestätigen in diesem Zusammenhang auch unsere Halteempfehlung.

### **Fazit**

Die Neunmonatszahlen von Ludwig Beck überzeugten in gewohnter Manier auf operativer Ebene und deckten sich mit unseren Erwartungen. Allerdings verdient das Unternehmen wie fast alle Einzelhandelswerte den größten Teil seines Ergebnisses im noch ausstehenden vierten Quartal im Weihnachtsgeschäft. Die den Neunmonatsüberschuss belastenden Abschreibungen auf die Verlustvorträge, die im Zuge der Übernahme der Mehrheitsanteile durch die INTRO-Verwaltungs GmbH obsolet geworden waren, waren bereits zuvor bekannt und somit für die Entwicklung nicht einschätzungsrelevant.

Wir gehen nach wie vor davon aus, dass es Ludwig Beck auch in Zukunft gelingt, sich von der zwar stabilen, aber weiterhin durchwachsenen Situation

im Einzelhandel abzukoppeln. Insofern haben wir unsere Schätzungen unverändert belassen. Neben der soliden Ergebnisentwicklung dürfte die stabilisierende Wirkung des Großaktionärs das Kursrisiko nach unten abfedern.

Insgesamt halten wir die Ludwig Beck-Aktie momentan für adäquat bewertet, so dass wir unsere Halteempfehlung mit einem leicht auf 13,20 Euro erhöhten Kursziel erneuern. Kurzfristige Schwächephase des Kurses unter ein Niveau von circa 11,50 Euro sollten angesichts der guten Fundamentaldaten des Wertes in jedem Fall für Nachkäufe genutzt werden.

## Gewinn- und Verlustrechnung

| <b>Ludwig Beck AG</b>                 |             |               |             |               |             |               |                   |               |             |               |
|---------------------------------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------------|---------------|-------------|---------------|
| in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.  | 2007        |               | 2008        |               | 2009e       |               | 2010e             |               | 2011e       |               |
| <b>Umsatzerlöse</b> (netto ohne MwSt) | <b>87,0</b> | <b>99,8%</b>  | <b>86,2</b> | <b>99,8%</b>  | <b>86,8</b> | <b>99,8%</b>  | <b>87,7</b>       | <b>99,8%</b>  | <b>88,6</b> | <b>99,8%</b>  |
| Veränderung zum Vorjahr               |             |               | -0,9%       |               | 0,9%        |               | 1,0%              |               | 1,0%        |               |
| Andere aktivierte Eigenleistungen     | 0,2         | 0,2%          | 0,2         | 0,2%          | 0,2         | 0,2%          | 0,2               | 0,2%          | 0,2         | 0,2%          |
| <b>Gesamtleistung</b>                 | <b>87,2</b> | <b>100,0%</b> | <b>86,4</b> | <b>100,0%</b> | <b>87,0</b> | <b>100,0%</b> | <b>87,9</b>       | <b>100,0%</b> | <b>88,8</b> | <b>100,0%</b> |
| Veränderung zum Vorjahr               |             |               | -0,9%       |               | 0,7%        |               | 1,0%              |               | 1,0%        |               |
| Materialaufwand                       | 46,0        | 52,8%         | 44,8        | 51,9%         | 44,7        | 51,4%         | 45,0              | 51,2%         | 45,5        | 51,2%         |
| Veränderung zum Vorjahr               |             |               | -2,6%       |               | -0,2%       |               | 0,6%              |               | 1,0%        |               |
| Personalaufwand                       | 17,2        | 19,7%         | 16,9        | 19,6%         | 17,1        | 19,6%         | 17,4              | 19,8%         | 17,5        | 19,7%         |
| Veränderung zum Vorjahr               |             |               | -1,5%       |               | 0,6%        |               | 2,1%              |               | 0,5%        |               |
| Sonstiges Ergebnis                    | -13,0       | -14,9%        | -12,4       | -14,4%        | -12,1       | -13,9%        | -12,3             | -14,0%        | -12,5       | -14,1%        |
| Veränderung zum Vorjahr               |             |               | -4,3%       |               | -2,8%       |               | 1,8%              |               | 1,7%        |               |
| <b>EBITDA</b>                         | <b>11,0</b> | <b>12,6%</b>  | <b>12,2</b> | <b>14,1%</b>  | <b>12,9</b> | <b>14,9%</b>  | <b>13,2</b>       | <b>15,0%</b>  | <b>13,3</b> | <b>15,0%</b>  |
| Veränderung zum Vorjahr               |             |               | 11,1%       |               | 5,9%        |               | 1,9%              |               | 1,0%        |               |
| Abschreibungen                        | 3,8         | 4,4%          | 4,1         | 4,7%          | 4,0         | 4,6%          | 4,0               | 4,6%          | 4,0         | 4,5%          |
| Veränderung zum Vorjahr               |             |               | 7,9%        |               | -2,4%       |               | 0,0%              |               | 0,0%        |               |
| <b>EBIT</b>                           | <b>7,2</b>  | <b>8,3%</b>   | <b>8,1</b>  | <b>9,4%</b>   | <b>8,9</b>  | <b>10,3%</b>  | <b>9,2</b>        | <b>10,4%</b>  | <b>9,3</b>  | <b>10,5%</b>  |
| Veränderung zum Vorjahr               |             |               | 12,7%       |               | 10,1%       |               | 2,8%              |               | 1,5%        |               |
| Finanzergebnis (ohne Drittanteile)    | -3,4        | -3,9%         | -3,1        | -3,6%         | -3,1        | -3,6%         | -3,1              | -3,5%         | -3,1        | -3,5%         |
| Veränderung zum Vorjahr               |             |               | 8,8%        |               | 0,0%        |               | 0,0%              |               | 0,0%        |               |
| Anteile Dritter an Personenges.       | -0,7        | -0,8%         | -0,6        | -0,7%         | -0,6        | -0,7%         | -0,6              | -0,7%         | -0,6        | -0,7%         |
| <b>Ergebnis vor Steuern</b>           | <b>3,1</b>  | <b>3,6%</b>   | <b>4,4</b>  | <b>5,1%</b>   | <b>5,2</b>  | <b>6,0%</b>   | <b>5,5</b>        | <b>6,2%</b>   | <b>5,6</b>  | <b>6,3%</b>   |
| Steuerquote                           | 16,1%       |               | 38,9%       |               | 70,7%       |               | 39,0%             |               | 39,0%       |               |
| Ertragssteuern                        | 0,5         | 0,6%          | 1,7         | 2,0%          | 3,7         | 4,3%          | 2,1               | 2,4%          | 2,2         | 2,5%          |
| <b>Jahresüberschuss</b>               | <b>2,6</b>  | <b>3,0%</b>   | <b>2,7</b>  | <b>3,1%</b>   | <b>1,5</b>  | <b>1,8%</b>   | <b>3,3</b>        | <b>3,8%</b>   | <b>3,4</b>  | <b>3,9%</b>   |
| Veränderung zum Vorjahr               |             |               | 3,7%        |               | -43,0%      |               | 117,7%            |               | 2,5%        |               |
| Saldo Bereinigungsposition            | 0,0         |               | 0,0         |               | 0,0         |               | 0,0               |               | 0,0         |               |
| Anteile Dritter                       | 0,0         |               | 0,0         |               | 0,0         |               | 0,0               |               | 0,0         |               |
| <b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>   | <b>2,6</b>  | <b>3,0%</b>   | <b>2,7</b>  | <b>3,1%</b>   | <b>1,5</b>  | <b>1,8%</b>   | <b>3,3</b>        | <b>3,8%</b>   | <b>3,4</b>  | <b>3,9%</b>   |
| Veränderung zum Vorjahr               |             |               | 3,7%        |               | -43,0%      |               | 117,7%            |               | 2,5%        |               |
| Anzahl der Aktien                     | 3,388       |               | 3,695       |               | 3,695       |               | 3,695             |               | 3,695       |               |
| <b>Gewinn je Aktie</b>                | <b>0,76</b> |               | <b>0,73</b> |               | <b>0,42</b> |               | <b>0,91</b>       |               | <b>0,93</b> |               |
|                                       |             |               | 0,51        |               | 0,86        |               | ohne Steuereffekt |               |             |               |

## Aktionärsstruktur

|                                 |       |
|---------------------------------|-------|
| INTRO-Verwaltungs GmbH          | 65,9% |
| Ost-West AG                     | 5,0%  |
| Rudolf Wöhrl AG                 | 4,0%  |
| Rheintex AG                     | 3,0%  |
| cominvest Asset management GmbH | 0,5%  |
| Streubesitz                     | 21,6% |

## Termine

|                    |                                                         |
|--------------------|---------------------------------------------------------|
| Anfang Januar 2010 | Vorläufige Umsatzzahlen 2009 (sog. „Trading Statement“) |
| Mitte März 2010    | Bilanzpressekonferenz zum Jahresabschluss 2009          |
| Ende April 2010    | Dreimonatsbericht 2010                                  |
| 11. Mai 2010       | Hauptversammlung                                        |
| Ende Juli 2010     | Halbjahresbericht 2010                                  |
| Ende Oktober 2010  | Neunmonatsbericht 2010                                  |

## Kontaktadresse

Ludwig Beck am Rathauseck – Textilhaus Feldmeier AG  
Marienplatz 11  
D-80331 München

Email: [info@ludwigbeck.de](mailto:info@ludwigbeck.de)

Internet: <http://www.ludwigbeck.de>

## Ansprechpartner Investor Relations:

Frau Gesine Beste und Frau Metis Tarta-Steck (esVedra consulting GmbH)

Tel.: +49 (0) 89 / 288 08 – 136 / 133

Fax: +49 (0) 89 / 288 08 - 149

Email: [gesine.beste@esvedra-consulting.com](mailto:gesine.beste@esvedra-consulting.com) / [metis.tarta@esvedra-consulting.com](mailto:metis.tarta@esvedra-consulting.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 |
|------------------------|---------------------|------------|----------|
| 23.07.2009             | 12,55 €             | Halten     | 12,80 €  |
| 14.05.2009             | 12,06 €             | Verkaufen  | 11,30 €  |
| 07.01.2009             | 9,13 €              | Kaufen     | 10,60 €  |
| 23.10.2008             | 8,47 €              | Kaufen     | 10,20 €  |

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2009):

| Empfehlung | Basis: alle analysierten Firmen | Firmen mit Kundenbeziehungen |
|------------|---------------------------------|------------------------------|
| Kaufen     | 45,6%                           | 48,1%                        |
| Halten     | 35,4%                           | 40,7%                        |
| Verkaufen  | 19,0%                           | 11,1%                        |

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

| Firma          | Disclosure |
|----------------|------------|
| Ludwig Beck 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.