

Akt. Kurs (19.11.09, 11:13, Ffm): 2,99 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **3,30 (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.

## Anlagekriterien

### Neunmonatszahlen beim Ertrag eher am unteren Ende der Erwartungen

Am 9.11. (vorläufige Werte) bzw. 13.11. (Bericht) meldete vwd die Neunmonatszahlen für das laufende Geschäftsjahr 2009. Dabei gelang es dem Frankfurter Unternehmen, den Umsatz um fast 10 Prozent auf 58,8 (Vj. 53,5) Mio. Euro zu steigern. Wir gehen davon aus, dass dieser Erlösanstieg nahezu vollständig aus den neu übernommenen Gesellschaften resultierte und angesichts der Wirtschaftskrise organisches Wachstum im Berichtszeitraum nicht in nennenswertem Umfang stattgefunden hat.

Die durchwachsene Lage in der Finanzbranche spürte die vwd-Gruppe vor allem auf der Ertragsseite. Hier bildete sich das operative Ergebnis (EBITDA) um 13 Prozent auf 7,1 (8,1) Mio. Euro zurück. Diese Reduzierung fußte vor allem auf einem Marktberaumungsprozess im Fonds- und Zertifikatebereich, da der für vwd vergütungsrelevante Umfang der Medien-Veröffentlichungen im Schlepptau dieser Entwicklung zurück ging.

Hauptsächlich aufgrund von Abschreibungen auf die Kaufpreise der übernommenen Unternehmen erhöhten sich die Gesamtabschreibungen auf 2,7 (1,6) Mio. Euro. Hierdurch bedingt reduzierte sich das EBIT überproportional auf 4,4 (6,5) Mio. Euro. Der Periodenüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sank um 38 Prozent auf 2,2 (3,6) Mio. Euro.

Insgesamt lagen die Neunmonatszahlen auf Ertragsebene eher am unteren Rand unserer Erwartungen, während sie uns auf der Umsatzseite zufrieden stellten. In Anbetracht der Lage in der Finanzbranche werten wir die Zahlen als noch akzeptabel, auch wenn das absolute Niveau weder uns noch vwd selbst vollends befriedigt hat.

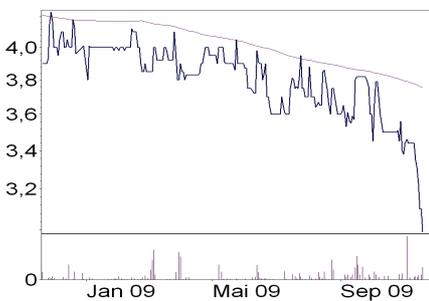
### vwd trotz der Finanzkrise - Segmente jedoch unterschiedlich betroffen

Hinter den Zahlen auf Konzernebene verbarg sich eine vielschichtige Entwicklung in den einzelnen Segmenten der vwd group. Die Segmente Market Data Solutions (MDS) und Technology Solutions (TS) konnten trotz der Krise sowohl die Erlöse als auch das Segmentergebnis (EBITDA) ausweiten.

Market Data Solutions (MDS) steigerte den Umsatz um 2,7 Prozent auf 25,7 (Vj. 25,0) Mio. Euro und das EBITDA um 12,5 Prozent auf 3,6 (3,2) Mio. Euro. Hier trugen laut Unternehmensangaben im dritten Quartal die großen Bankprojekte (u.a. Oldenburgische Landesbank) bereits zum Ergebnis bei.

Die Sparte Technology Solutions (TS) steigerte die Erlöse um fast ein Drittel auf 17,2 (13,1) Mio. Euro. Hier wirkte sich neben dem guten Geschäftsverlauf der vwd Switzerland auch das Großprojekt mit der DZ Bank bzw. den Genossenschaftsbanken positiv aus. Auch auf der Ertragsseite (EBITDA) verzeichnete das Segment TS mit einem Zuwachs von einem Fünftel auf 2,3 (1,9) Mio. Euro unseres Erachtens ein gutes Resultat.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	4,23 €	2,99 €
Aktueller Kurs:	2,99 €	
Aktienzahl ges.:	25.754.577	
Streubesitz:	7,0%	
Marktkapitalis.:	93,6 Mio. €	



Quelle: Market-Maker (vwd group)

## Kennzahlen

	2007	2008	2009e	2010e
<b>Umsatz</b>	65,1	73,4	79,2	80,2
<i>bisher</i>	---	---	80,0	84,5
<b>EBIT</b>	5,3	8,3	5,4	4,4
<i>bisher</i>	---	---	7,1	9,4
<b>Jahresüb.</b>	1,5	3,4	2,4	2,1
<i>bisher</i>	---	---	3,6	5,3
<b>Erg./Aktie</b>	0,06	0,14	0,09	0,08
<i>bisher</i>	---	---	0,14	0,21
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,00	0,05
<i>bisher</i>	---	---	---	0,10
<b>KGV</b>	63,3	27,6	21,2	15,4
<b>Div.rendite</b>	0,0%	0,0%	0,0%	2,6%

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

Im Vergleich zu den beiden anderen Bereichen fielen die Zahlen der Sparte Specialised Marketing Solutions (MDS) unerwartet stark ab. Obwohl hier aufgrund der Beteiligung an der European Derivatives Group (EDG) ein Umsatzzuwachs von 5,3 Prozent auf 17,8 (Vj. 17,0) Mio. Euro zu Buche stand, musste vwd auf der Ertragsseite dem Marktumfeld Tribut zollen.

Das Segmentergebnis (EBITDA) schrumpfte hier deutlich um über die Hälfte auf 1,6 (3,6) Mio. Euro. Der Vorstandsvorsitzende Edmund Keferstein erklärte dies damit, dass man zwar per Saldo keine Kunden verloren habe, diese aber im Zuge von Fondsschließungen und -zusammenlegungen sowie einer Marktberreinigung im Zertifikatebereich ihre Werbeaktivitäten mit den daraus resultierenden Auswirkungen für vwd teilweise deutlich reduziert hätten.

Insgesamt zeigt der Segmentbericht jedoch drei auch in der Finanzkrise profitable Sparten, die bei einer Aufhellung des Branchenklimas unseres Erachtens auf der Ertragsseite erhebliche Skaleneffekte ausweisen sollten.

### **vwd gewinnt Marktanteile im Bereich der Kursversorgung**

Der vwd group ist es gelungen, trotz der starken Marktverwerfungen ihre Position in den von ihr angestammten Geschäftsbereichen gegenüber dem Wettbewerb zu stärken. So hat die vwd ihre Führungsposition im Bereich der Kurs-  
teilversorgung für Printmedien im deutschsprachigen Raum nochmals weiter ausgebaut.

Hier sei exemplarisch der gewonnene Auftrag der Neuen Züricher Zeitung (NZZ) genannt. Dieser gegen namhafte Konkurrenz errungene Auftrag der NZZ hat unseres Erachtens „Leuchtturmcharakter“ und sollte helfen, die Marktführerposition in diesem Geschäftsgebiet trotz der durchwachsenen Lage auf den Finanzmärkten weiter zu festigen bzw. trotz des schon erreichten hohen Marktanteils von über 70 Prozent diesen noch weiter auszubauen.

### **vwd will sich in Zukunft der Steigerung der Anlegertransparenz widmen**

Zudem betonte der Vorstandsvorsitzende Edmund Keferstein, dass vwd zukünftig verstärkt mit Lösungen in allen Geschäftsgebieten zur Steigerung der Anlegertransparenz beitragen will. Dazu gehört nach vwd-Verständnis beispielsweise die Unterstützung eines standardisierten Anlageprozesses im Privatkundengeschäft der Banken und Sparkassen.

### **Schätzungen für 2009 an Neunmonatszahlen und Ausblick angepasst**

Obwohl der vwd-Produktpalette weiterhin von vielen Experten ein gutes Preis-Leistungs-Verhältnis zugebilligt wird, hat die Finanzkrise der Gesellschaft auf der Ergebnisseite doch etwas mehr zugesetzt, als es das Unternehmen und wir noch Anfang des Jahres erwartet hätten. Auf der Umsatzebene zeigte vwd bedingt durch Akquisitionen und verstärktes Marketing jedoch weiterhin ein zufrieden stellendes Wachstum.

Insgesamt gehen wir für 2009 jetzt von einem etwas niedrigeren als bisher angenommenen Umsatz von 79,2 (bisher 80,0) Mio. Euro aus, was einen Erlöszuwachs von 8 Prozent gegenüber 2008 bedeuten würde. Dies widerspricht auch nicht der aktuell von vwd bestätigten Unternehmensprognose von 80 Mio. Euro, die sich allerdings auf die leicht höhere Gesamtleistung oder in der Wortwahl des Unternehmens auf die Position „Gesamterlöse“ bezieht.

Unseren Ansatz für das operative Ergebnis (EBITDA) haben wir in Anlehnung an die Neunmonatszahlen und die vom Unternehmen auf 9 bis 10 (bisher 11) Mio. Euro gesenkte Prognose auf 9,4 (11,1) Mio. Euro revidiert. Hier haben wir unsere Schätzung für das Sonstige Ergebnis im Zuge verstärkter Marketingaufwendungen auf minus 12,7 (-11,5) Mio. Euro geändert.

Das EBIT erwarten wir demzufolge jetzt mit 5,4 (7,1) Mio. Euro. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir jetzt bei 2,4 (3,6) Mio. Euro, was mit einem Ergebnis je Aktie von 0,09 (0,14) Euro einhergehen würde. Mit einer Dividendenausschüttung rechnen wir für 2009 weiterhin nicht.

### **Geschäftsjahr 2010 dürfte ein Übergangsjahr werden**

Für 2010 erwarten wir als Folge der Finanzkrise jetzt mit einem Umsatz von 80,2 (bisher 84,5) Mio. Euro eine flachere Entwicklung, da wir davon ausgehen, dass das Fonds- und Zertifikategeschäft erst in 2011 wieder anziehen wird (siehe unser Schätzungstableau auf Seite 5).

Das EBITDA sehen wir auch in Fortführung des Basiseffektes bei den erhöhten Personalkosten und dem Sonstigen Ergebnis aus 2009 nunmehr bei 8,4 (13,4) Mio. Euro. Das EBIT sollte ein Niveau von 4,4 (9,4) Mio. Euro erreichen. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sehen wir nach unseren Schätzungsrevisionen jetzt bei 2,1 (5,3) Mio. Euro, was einem Ergebnis je Aktie von 0,08 (0,21) Euro entsprechen würde.

Nachdem das vwd-Management im Gespräch mit uns erneut bekräftigte, dass man „mittelfristig eine kapitalmarktorientierte Dividendenpolitik“ plane, gehen wir für 2010 zwar weiterhin von einer erstmaligen Ausschüttung aus, reduzieren aber unsere Erwartung in Anbetracht der deutlichen Rücknahme unserer EPS-Prognose auf 0,05 (0,10) Euro je Aktie. Da eine diesbezügliche Entscheidung in den vwd-Gremien erst im Frühjahr 2011 ansteht, kommentierte das Unternehmen verständlicherweise diese Schätzungsänderung nicht.

### **Bewertung**

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

Neben eher technikgetriebenen Gesellschaften wie Informa (GB), Interactive Data (USA) und Deutsche Börse berücksichtigen wir auch die international tätigen Nachrichten- bzw. Medienkonzerne Thomson-Reuters (Can/GB) und McGraw-Hill (USA, Mutterfirma von Standard & Poor's). Zudem beziehen wir weiterhin die EquityStory AG ein, die mit ihrer Ad-hoc-Sparte 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 unsere Gewinnschätzung für 2010 von 0,08 (bisher 0,21) Euro je vwd-Aktie und ein durchschnittliches KGV der Peer Group von 13,6 (13,3) ein. Auf diesen Wert nehmen wir aufgrund der gegenüber den meisten Peer Group-Unternehmen deutlich geringeren Größe von vwd einen Abschlag von 10 Prozent vor und kommen bei einem KGV von 12,2 (12,0) zu einem ersten Zwischenergebnis von 1,01 (1,66) Euro. Dieser deutlich niedrigere Wert resultiert aus der Rücknahme unserer Gewinnschätzungen.

Wegen der stetigen Cash Flow-Ströme der vwd group berücksichtigen wir auch weiterhin als zweiten Bewertungsansatz ein DCF-Modell. Unsere Berechnung (Positiver Ausgangs-Cash Flow 5,6 Mio. €, Abzinsungszinssatz 5,94%, ewiges Wachstum 0%, Betafaktor 1,0) ergibt unter den getroffenen Annahmen ein zweites Zwischenergebnis von 5,64 (bisher 6,24) Euro. Der niedrigere Wert resultiert ebenfalls aus der Rücknahme unserer Schätzungen.

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 3,33 (3,95) Euro, weshalb wir unser Kursziel auf 3,30 (4,00) Euro herabsetzen.

Mit dieser Anpassung tragen wir dem etwas verschlechterten Marktumfeld für die vwd group unserer Meinung nach ausreichend Rechnung. Aufgrund des trotz der Finanzkrise im Gegensatz zu anderen Unternehmen vergleichsweise stabilen Geschäftsverlaufes bestätigen wir unsere Halteempfehlung für die vwd-Aktie in vollem Umfang.

Größeres Kurspotenzial sehen wir wieder bei einer Aufhellung der Perspektiven vor allem im Bereich Fonds. Momentan ist es jedoch noch schwierig, bei vwd ein durchschnittliches dauerhaftes Ertragsniveau zu quantifizieren, weswegen wir unsere Schätzungen weiterhin vorsichtig angesetzt haben.

### **Fazit**

Während die Neunmonatszahlen von vwd auf der Umsatzebene unsere Erwartungen trafen, lagen sie auf der Ertragsseite eher am unteren Ende unserer Vorstellungen. Trotz des guten und gemessen an anderen Unternehmen in der Finanzkrise vergleichsweise robusten Geschäftsmodells ist auch vwd nicht gänzlich immun gegen das eingetrübte Umfeld. Die Zusammenlegung bzw. Streichung von Fonds wirkt sich hier negativ auf die Erträge des Unternehmens aus. Nichtsdestotrotz schreiben nach wie vor alle vwd-Sparten schwarze Zahlen.

Vor diesen Hintergründen haben wir unsere Schätzungen überarbeitet und auf der Ertragsebene nach unten korrigiert. Unser Kursziel liegt nach wie vor in der Mitte zwischen dem eher kurzfristig orientierten Peer Group-Vergleich und dem DCF-Modell, welches eher die langfristigen individuellen Perspektiven des Unternehmens abbildet.

Insgesamt sehen wir die vwd-Aktie auf dem derzeitigen Kursniveau adäquat bewertet und erneuern unsere Halteempfehlung mit einem um 70 Cent auf 3,30 Euro reduzierten Kursziel.

## 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>79,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>80,2</b>	<b>100%</b>	<b>84,2</b>	<b>100%</b>
Veränderung zum Vorjahr			12,7%		7,9%		1,3%		5,0%	
<b>Materialaufwand</b>	<b>22,2</b>	<b>34,1%</b>	<b>24,3</b>	<b>33,1%</b>	<b>27,0</b>	<b>34,1%</b>	<b>27,3</b>	<b>34,1%</b>	<b>28,7</b>	<b>34,1%</b>
Veränderung zum Vorjahr			9,5%		11,1%		1,3%		5,0%	
<b>Personalaufwand</b>	<b>23,7</b>	<b>36,4%</b>	<b>27,2</b>	<b>37,1%</b>	<b>30,1</b>	<b>38,0%</b>	<b>30,5</b>	<b>38,0%</b>	<b>31,8</b>	<b>37,8%</b>
Veränderung zum Vorjahr			14,8%		10,6%		1,3%		4,4%	
<b>Sonstiges Ergebnis</b>	<b>-12,0</b>	<b>-18,4%</b>	<b>-11,0</b>	<b>-15,0%</b>	<b>-12,7</b>	<b>-16,0%</b>	<b>-14,0</b>	<b>-17,4%</b>	<b>-13,5</b>	<b>-16,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-8,3%		15,2%		10,1%		-3,5%	
<b>EBITDA</b>	<b>7,2</b>	<b>11,1%</b>	<b>10,9</b>	<b>14,9%</b>	<b>9,4</b>	<b>11,9%</b>	<b>8,4</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,2</b>	<b>12,1%</b>
Veränderung zum Vorjahr			51,4%		-13,5%		-10,7%		21,0%	
<b>Abschreibungen</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,6</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,0</b>	<b>5,1%</b>	<b>4,0</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,0</b>	<b>4,8%</b>
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>5,4</b>	<b>6,8%</b>	<b>4,4</b>	<b>5,5%</b>	<b>6,2</b>	<b>7,3%</b>
Veränderung zum Vorjahr			56,6%		-34,6%		-18,5%		40,0%	
<b>Finanzergebnis</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2%</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,8%</b>
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	<i>0,0</i>									
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>5,4</b>	<b>8,3%</b>	<b>7,6</b>	<b>10,4%</b>	<b>4,7</b>	<b>6,0%</b>	<b>3,7</b>	<b>4,6%</b>	<b>5,5</b>	<b>6,5%</b>
Steuerquote	57,4%		42,1%		32,0%		32,0%		32,0%	
<b>Ertragssteuern</b>	<b>3,1</b>	<b>4,8%</b>	<b>3,2</b>	<b>4,4%</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1%</b>
Veränderung zum Vorjahr			3,2%		-52,8%		-21,2%		47,5%	
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,3</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,4</b>	<b>6,0%</b>	<b>3,2</b>	<b>4,1%</b>	<b>2,5</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,7</b>	<b>4,4%</b>
Veränderung zum Vorjahr			91,3%		-27,0%		-21,2%		47,5%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,8		1,0		0,8		0,4		0,8	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>1,5</b>	<b>2,3%</b>	<b>3,4</b>	<b>4,6%</b>	<b>2,4</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			126,7%		-29,0%		-11,7%		40,0%	
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>0,09</b>		<b>0,08</b>		<b>0,12</b>	

## **Aktionärsstruktur**

CornerstoneCapital Beteiligungen GmbH	36,7%
DAH Beteiligungs GmbH	36,5%
Herr Edmund J. Keferstein	15,1%
Herr Spencer Bosse	4,7%
Streubesitz	7,0%

## **Termine**

25. März 2010	Veröffentlichung Jahresfinanzbericht 2009
06. Mai 2010	Hauptversammlung
13. Mai 2010	Zwischenmitteilung 1. Quartal 2010
12. 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
17.08.2009	3,75 €	Halten	4,00 €
25.05.2009	3,86 €	Halten	4,00 €
06.04.2009	3,80 €	Halten	3,80 €
01.12.2008	4,01 €	Halten	4,20 €

### 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
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.