

Akt. Kurs (19.05.2010, 9:17, Xetra): 26,70 EUR – Einschätzung: **Halten (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **27,50 (26,00) EUR**

**Branche:** Einzelhandel  
**Land:** Deutschland  
**ISIN:** DE0006042708  
**Reuters:** HAWG.DE  
**Bloomberg:** HAW:GR

**Kurzbeschreibung**

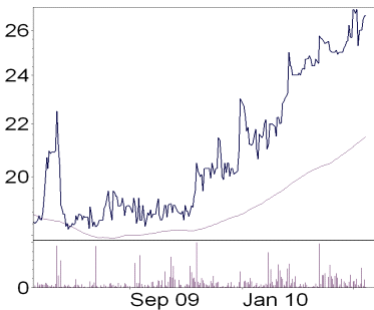
Der Hawesko-Konzern ist eigenen Angaben zufolge Deutschlands größtes integriertes Handelshaus mit den Vertriebslinien Facheinzel- sowie Groß- und Versandhandel für hochwertige Weine und Champagner sowie Sekt und Spirituosen.

	<b>Hoch</b>	<b>Tief</b>
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	27,00 €	17,76 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	26,70 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	8.834.834	
<b>Streubesitz:</b>	39,2%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	235,9 Mio. €	

**Anlagekriterien**

**Dividendenanhebung bleibt einzige Überraschung bei der Bilanzvorlage**

Da die Hawesko Holding AG die Aktionäre bereits Anfang Februar mit der Veröffentlichung ausführlicher vorläufiger Zahlen über den Geschäftsverlauf in 2009 informiert hatte, hielt sich das Überraschungsmoment bei der Publikation der endgültigen Zahlen am 26.3. bzw. bei der Bilanzpressekonferenz am 6.5. in Grenzen. Letztendlich waren nur kleine Abweichungen zu den schon bekannten Kennziffern zu verzeichnen (siehe linke Spalte).



Quelle: vw d market manager (vw d group)

Nachdem die negativen Auswirkungen der Bordeaux-Wein-Tochter „Château Classic“ auf Umsatz und Ergebnis der Sparte Großhandel bereits bekannt waren, führte das Hawesko-Management auf der Analystenkonferenz aus, dass auch es auch bei den Bordeaux-Subskriptionslieferungen des Versandhandelsbereichs Belastungen gegeben hat. Hier musste das Unternehmen einen Rückgang hinnehmen. Ohne diesen Faktor hätte die Versandhandelssparte statt einem schon guten Umsatzzuwachs von 3,2 Prozent die Erlöse um beachtliche 6,5 Prozent gesteigert. Laut Vorstandsangaben hat hier jedoch der Weinclub „VINO Select!“ zusätzliche Impulse gebracht und somit geholfen, die vorgenannten Belastungen zu kompensieren und damit auch zum positiven Abschneiden der Versandhandelssparte beigetragen.

**Kennzahlen**

	2008	2009	2010e	2011e
<b>Umsatz</b>	339	339	346	352
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	25,5	22,4	22,6	23,0
<i>bisher</i>	---	22,2	---	---
<b>Jahresüb.</b>	14,6	13,1	14,5	14,7
<i>bisher</i>	---	12,9	---	---
<b>Erg./Aktie</b>	1,67	1,48	1,64	1,66
<i>bisher</i>	---	1,46	---	---
<b>Dividende</b>	1,20	1,35	1,45	1,50
<i>bisher</i>	---	1,25	1,30	---
<b>KGV</b>	18,0	18,0	16,3	16,1
<b>Div.rendite</b>	4,5%	5,1%	5,4%	5,6%

Das Interesse der Investoren konzentrierte sich somit auf die noch offene Dividendenfrage. Hier stand bislang nur die Aussage des Managements im Raum, dass man „mindestens die Höhe der Vorjahresausschüttung“ (1,20 € pro Aktie) erreichen wolle. Daraufhin hatten wir unsere Prognose auf 1,25 Euro je Anteilsschein angehoben, was sich jetzt als zu vorsichtig herausgestellt hat. Vorbehaltlich der Zustimmung der Hauptversammlung am 14.6. schlagen Vorstand und Aufsichtsrat eine Ausschüttung von 1,35 Euro je Aktie vor, was 10 Cent über unserer bisherigen Schätzung liegt und erneut die aktionärsfreundliche Dividendenpolitik des Hamburger Unternehmens unterstreicht.

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

Daraus ergibt sich eine aktuelle Dividendenrendite von gut 5 Prozent. Da die Dividende aus einem steuerlichen Einlagenkonto bezahlt wird, kann sie von Privatanlegern in der Regel steuerfrei vereinnahmt werden.

**Analyst:**  
 Klaus Kränzle (CEFA)

**Auftaktquartal markiert guten Start in das Geschäftsjahr 2010**

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

Zeitgleich mit dem Geschäftsbericht 2009 veröffentlichte die Hawesko Holding AG am 6.5. die Zahlen für das erste Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2010. Dieses brachte einen beachtlichen Umsatzzuwachs um 10,8 Prozent auf 81,0 (Vj. 73,0) Mio. Euro, den wir so nicht erwartet hatten.

Zu diesem Wachstum trugen alle Sparten bei. Der stationäre Weinfacheinzelhandel (Jacques' Wein-Depot) verzeichnete eine Zunahme der Erlöse von 6,9 Prozent auf 25,2 (23,6) Mio. Euro. Der Geschäftsverlauf zeigte hier nach einem verhaltenen Januar jedoch erst ab Februar und im Vor-Ostergeschäft eine dynamischere Entwicklung.

Etwas überraschend für uns legte der Umsatz der Großhandelssparte deutlich um fast ein Fünftel auf 31,3 (Vj. 26,5) Mio. Euro zu und übertraf hier unsere Erwartungen. Wir führen dieses gute Abschneiden auf Nachholeffekte im Zuge eines überproportionalen Lagerabbaus in der Gastronomie sowie die erstmalige Einbeziehung der seit dem 01.07.2009 konsolidierten Schweizer Tochter Globalwine AG zurück.

Der Versandhandel konnte ebenfalls einen ordentlichen Umsatzzuwachs von 6,6 Prozent auf 24,4 (22,9) Mio. Euro vermelden. In Übereinstimmung mit den Aussagen des Unternehmens führen wir diese Steigerung auf die zielgerichteten Werbekampagnen dieser Sparte zurück. Einen weiteren Grund für das Erlöswachstum sehen wir in der Tatsache, dass es hier durch die hohe Zahl der neu gewonnenen Kunden in den letzten drei Jahren gelungen ist, die Anzahl der aktiven Kunden auf mehr als 390.000 (~380.000) zu steigern.

Auf der Ergebnisebene sank die vielbeachtete Rohertragsquote leicht auf 39,6 (40,4) Prozent, was hauptsächlich aus dem überproportionalen Wachstum des Großhandelssegments resultiert, unseres Erachtens jedoch nach wie vor ein zufriedenstellendes Niveau markiert. Das operative Ergebnis (EBIT) legte im Zuge einer weiterhin stringenten Kostendisziplin überdurchschnittlich um ein Viertel auf 3,9 (3,1) Mio. Euro zu. Dabei kamen die Hauptimpulse aus der Versandhandelssparte, deren EBIT sich deutlich auf 1,6 (1,0) Mio. Euro verbesserte, während der Weinfacheinzelhandel hier mit 2,3 (2,2) Mio. Euro nur leicht zulegte. Beim leicht rückläufigen Segmentergebnis (EBIT) der Großhandelssparte von 0,8 (1,0) Mio. Euro machte sich das Fehlen einer Verkaufsaktion mit höherpreisigen italienischen Weinen negativ bemerkbar.

Der Quartalsüberschuss nach Steuern stieg ohne Berücksichtigung der Anteile Dritter um ein Fünftel auf 2,3 (1,9) Mio. Euro, was mit einem Ergebnis je Aktie von 0,26 (0,21) Euro einherging. Insgesamt werten wir die leicht über unseren Erwartungen liegende Ergebnisentwicklung der Hawesko Holding AG als positiv.

### **Lebensmitteleinzelhandel mit steigender Bedeutung für den Weinabsatz**

Laut Angaben der Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) ist der deutsche Weinmarkt im ersten Quartal 2010 wertmäßig um 4,4 bzw. im Volumen um 1,7 Prozent geschrumpft. Wegen der vergleichsweise hohen Kapitalbindung bei kleineren Händlern gewinnt der Lebensmitteleinzelhandel hier als Vertriebsform weiterhin an Bedeutung. Zusammen mit den Discountern vereinigen diese beiden Vertriebs Ebenen mittlerweile 73 Prozent des Weinabsatzes auf sich und konnten im vergangenen Jahr ihren Marktanteil nochmals um einen Prozentpunkt steigern.

Diese Entwicklung ist auf das niedrige Preisniveau mit einem Durchschnittspreis von 2,55 Euro je Flasche zurückzuführen. Insofern halten wir die Hawesko-Strategie nach wie vor für richtig, nicht in einen kaum zu gewinnenden Preiswettbewerb mit den Discountern einzusteigen und sich klar im mittleren bis höheren Preissegment zu positionieren.

Da gerade im Konsumgütermarkt angesichts des stagnierenden privaten Verbrauchs die Marktanteile derzeit über die Marketingbudgets umverteilt werden, sehen wir Unternehmen wie die Hawesko Holding AG denn auch eher als Gewinner der Markttrends. Kritisch wird es nach unserer Einschätzung für den spezialisierten Weinhändler „um die Ecke“, der beim Marketingbudget nicht mithalten kann und im Preiswettbewerb mit dem Lebensmitteleinzelhandel auf verlorenem Posten steht.

Insofern ist die auf den drei Säulen Einzel-, Groß- und Versandhandel basierende Unternehmensstrategie der Hawesko Holding AG unseres Erachtens die richtige Vorgehensweise, um auf die sich im Wandel befindlichen Konsumgewohnheiten der Verbraucher adäquat zu reagieren.

### **Schätzungen für 2010 nur bei der Dividendenprognose angehoben**

Nach den aus unserer Sicht positiven vorläufigen Hawesko-Zahlen für 2009 hatten wir bereits Anfang Februar unsere Prognosen für 2010 angehoben (siehe unsere Research-Note vom 9.2.). Der jetzt vorgelegte erste Quartalsbericht bestätigt in unseren Augen diese Vorgehensweise.

Trotz des guten Starts bleiben wir jedoch vorsichtig und belassen unsere Schätzungen unverändert. Wir betrachten die jetzt vorgelegten Zahlen zunächst als Reserve für das zweite Halbjahr. Hier könnte es zu Belastungen für den privaten Konsum kommen, wenn z.B. Städte und Gemeinden wegen der schlechten Finanzlage die Entgelte für kommunale Dienstleistungen erhöhen. Da die Verbraucher solchen administrativ verordneten Preiserhöhungen selten aus dem Weg gehen können, sinkt bei einer gleichbleibenden Konsumquote der privaten Haushalte in der Folge meist die Ausgabebereitschaft für andere Güter.

Im Einzelnen rechnen wir für 2010 nach wie vor mit einem Umsatzplus von 2,2 Prozent auf 346,0 Mio. Euro. Diese Schätzung sollte nicht der offiziellen Unternehmensprognose widersprechen, die von einem „moderaten Umsatzanstieg“ ausgeht. Bei den Ertragskennziffern erwarten wir weiterhin unterschiedliche Zuwachsraten. Das operative Ergebnis (EBIT) sehen wir unverändert bei 22,6 Mio. Euro, was in der Mitte der von der Hawesko Holding AG kommunizierten Bandbreite von 22 bis 23 Mio. Euro und leicht über dem Niveau von 2009 (22,4 Mio. €) liegt.

Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter erwarten wir nach wie vor mit 14,5 Mio. Euro deutlich erhöht. Hier macht sich neben dem zusätzlichen Ertrag durch das Umsatzwachstum ein mit minus 1,0 (-2,6) Mio. Euro von uns deutlich verbessert erwartetes Finanzergebnis sowie der Wegfall der Anteile Dritter positiv bemerkbar.

Das Ergebnis je Aktie würde sich in diesem Szenario auf 1,64 Euro belaufen. Unsere Dividendenschätzung für 2010 haben wir als Folge der unerwarteten Erhöhung der Ausschüttung für 2009 daher auf 1,45 (bisher 1,30) Euro erhöht. Das neuerliche Bekenntnis des Managements zu einer aktionärsfreundlichen Dividendenpolitik hat uns in dieser Vorgehensweise bestätigt.

Für 2011 erwarten wir ein weiteres moderates Wachstum und einen nochmaligen leichten Ergebniszuwachs (siehe GuV-Tableau auf Seite 6).

### **Bewertung**

Die Peer Group für die Hawesko Holding AG rekrutiert sich weiterhin aus deutschen Einzelhandelsunternehmen – namentlich Bijou Brigitte, Douglas, Fielmann, Hornbach Baumarkt, Ludwig Beck, Metro und Praktiker – als vergleichbare Firmen an der Börse. Diese Werte ergänzen wir um die britische Majestic Wine, die Hawesko sowohl hinsichtlich der Tätigkeit (größte Weindepot-Kette in GB) als auch der Firmengröße (Umsatz 2010/11e ~290 Mio. €) sehr ähnlich ist.

Auf Basis unserer Hawesko-Gewinnschätzung für 2010 von unverändert 1,64 Euro je Aktie und dem durchschnittlichen KGV dieser Peer Group von 14,5

(bisher 13,9) kommen wir zu einem ersten Zwischenergebnis von 23,65 (22,67) Euro als fairen Wert für die Hawesko-Aktie. Dieser höhere Wert resultiert bei unserer unveränderten Gewinnschätzung ausschließlich aus dem gestiegenen Bewertungsniveau der Vergleichsaktien.

Zudem beziehen wir auch weiterhin ein DCF-Modell in unseren Bewertungsansatz mit ein. Dieses DCF-Modell (Normalisierter Durchschnitts-Cash Flow ~15,5 Mio. €, Abzinsungszinssatz 5,53%, Ewiges Wachstum 0%, Beta 1,0) ergibt ein zweites Zwischenergebnis von 31,47 (29,32) Euro. Dieser über dem bisherigen Ansatz liegende Wert resultiert aus der Veränderung der Nettoverschuldung von 4,9 Mio. Euro in eine Netto-Cash-Position von 4,1 Mio. Euro zum Bilanzstichtag in Verbindung mit einem seit unserer letzten Analyse gesunkenen Zinsniveau.

Als fairen Wert der Hawesko-Aktie legen wir den Mittelwert aus Peer Group und DCF-Bewertung zugrunde. Damit bilden wir einerseits die Abhängigkeit vom deutschen Einzelhandel und Konsumklima ab, tragen auf der anderen Seite aber auch der Fähigkeit der Hawesko Holding AG Rechnung, in einem fragmentierten und wachsenden Markt weiterhin überproportional zuzulegen.

Unser gewichteter Fair Value aus Peer Group und DCF-Modell beträgt somit 27,56 (25,99) Euro, so dass wir unser gerundetes Kursziel auf 27,50 (26,00) Euro erhöhen. Vor diesem Hintergrund ändern wir unsere Hauptempfehlung von „Kaufen“ auf „Halten“. Auch da die Aktie seit der Seitwärtsbewegung auf einem Niveau von 17 bis 19 Euro im zweiten Halbjahr 2009 mittlerweile einen Wertzuwachs von ungefähr 50 Prozent erfahren hat, halten wir diesen Schritt für angemessen.

Nichtsdestotrotz sollte der Anleger unsere Einstufungsänderung keineswegs als negatives Votum gegenüber dem Unternehmenskonzept werten. Dividendenorientierte Value-Investoren können bei einer geschätzten Dividendenrendite von über 5 Prozent weiterhin auf der Käuferseite für Hawesko-Aktien bleiben. Zudem sollten strategische Investoren Kursrücksetzer in den Bereich um 24 Euro jederzeit zum Einstieg in den Titel nutzen.

### **Fazit**

Nachdem die wichtigsten Eckpunkte der Hawesko-Zahlen für 2009 bereits seit Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen Anfang Februar bekannt waren, stellte die Erhöhung der Dividende auf 1,35 Euro eine positive Überraschung für uns dar. Wir hatten aus Vorsichtsgründen nur mit einer Ausschüttung von 1,20 Euro gerechnet. Damit unterstrich das Hamburger Unternehmen erneut seinen Anspruch, eine aktionärsfreundliche Dividendenpolitik zu betreiben.

Nach den positiven Zahlen für 2009 startete die Hawesko Holding AG auch schwungvoll in das Geschäftsjahr 2010. Neben der soliden Entwicklung in den Bereichen Einzel- und Versandhandel zeigten sich auch erste Stabilisierungstendenzen im Segment Großhandel.

Trotz des guten ersten Quartals haben wir unsere Schätzungen für das Gesamtjahr 2010 jedoch nicht angehoben. Aufgrund möglicher künftiger Gebührenerhebungen als Folge der Finanznot der Städte und Kommunen betrachten wir vielmehr die jetzt vorgelegten Zahlen der Hawesko Holding AG als Reserve für die Auswirkungen einer möglicherweise daraus resultierenden sinkenden Konsumneigung der privaten Verbraucher im zweiten Halbjahr 2010.

Nach einem Wertzuwachs von fast 50 Prozent seit Anfang November 2009 halten wir das kurzfristige Kurspotenzial der Hawesko-Aktie für limitiert. Wir

ändern vor diesem Hintergrund unser Anlageurteil von „Kaufen“ in „Halten“. Nichtsdestotrotz sollten Anleger Kursrücksetzer in den Bereich um 24 Euro jederzeit zu Käufen nutzen. Zudem sollte für konservative Value-Investoren ein Engagement in der Hawesko-Aktie bei einer geschätzten Dividendenrendite von über 5 Prozent trotz unserer Halteempfehlung auch aktuell ein Thema bleiben.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>Hawesko Holding AG</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2008		2009		2010e		2011e		2012e	
<b>Umsatzerlöse (netto ohne MwSt.)</b>	<b>338,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>338,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>346,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>352,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>358,0</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-0,1%		2,2%		1,7%		1,7%	
Aufwand für bezogene Waren	203,3	60,0%	200,1	59,1%	206,6	59,7%	210,5	59,8%	214,1	59,8%
Veränderung zum Vorjahr			-1,6%		3,2%		1,9%		1,7%	
<b>Rohrertrag</b>	<b>135,5</b>	<b>40,0%</b>	<b>138,4</b>	<b>40,9%</b>	<b>139,4</b>	<b>40,3%</b>	<b>141,5</b>	<b>40,2%</b>	<b>143,9</b>	<b>40,2%</b>
Veränderung zum Vorjahr			2,1%		0,8%		1,5%		1,7%	
Bestandsveränd. u. akt. Eigenleist.	0,3	0,1%	0,0	0,0%	0,3	0,1%	0,3	0,1%	0,3	0,1%
Veränderung zum Vorjahr			-86,7%		650,0%		0,0%		0,0%	
Sonstiges Ergebnis (incl. sonst. Steuern)	-74,6	-22,0%	-78,0	-23,0%	-78,5	-22,7%	-79,6	-22,6%	-80,9	-22,6%
Veränderung zum Vorjahr			-4,6%		-0,7%		-1,3%		-1,7%	
Personalaufwand	31,2	9,2%	33,3	9,8%	33,6	9,7%	34,1	9,7%	34,7	9,7%
Veränderung zum Vorjahr			6,7%		0,8%		1,7%		1,7%	
<b>EBITDA</b>	<b>30,0</b>	<b>8,9%</b>	<b>27,1</b>	<b>8,0%</b>	<b>27,6</b>	<b>8,0%</b>	<b>28,1</b>	<b>8,0%</b>	<b>28,6</b>	<b>8,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-9,5%		1,8%		1,7%		1,7%	
Abschreibungen	4,5	1,3%	4,7	1,4%	5,1	1,5%	5,1	1,5%	5,2	1,5%
Veränderung zum Vorjahr			4,4%		7,5%		1,0%		1,7%	
<b>EBIT</b>	<b>25,5</b>	<b>7,5%</b>	<b>22,4</b>	<b>6,6%</b>	<b>22,6</b>	<b>6,5%</b>	<b>23,0</b>	<b>6,5%</b>	<b>23,4</b>	<b>6,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-12,0%		0,6%		1,9%		1,7%	
Finanzergebnis	-3,3	-1,0%	-2,6	-0,8%	-1,0	-0,3%	-1,1	-0,3%	-1,1	-0,3%
Veränderung zum Vorjahr			20,2%		61,5%		-10,0%		0,0%	
<i>Info: a.o. Ergebnis</i>	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>22,2</b>	<b>6,6%</b>	<b>19,8</b>	<b>5,9%</b>	<b>21,6</b>	<b>6,2%</b>	<b>21,9</b>	<b>6,2%</b>	<b>22,3</b>	<b>6,2%</b>
Steuerquote	33,5%		33,3%		33,0%		33,0%		33,0%	
Ertragssteuern	7,4	2,2%	6,6	1,9%	7,1	2,1%	7,2	2,1%	7,4	2,1%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>14,8</b>	<b>4,4%</b>	<b>13,2</b>	<b>3,9%</b>	<b>14,5</b>	<b>4,2%</b>	<b>14,7</b>	<b>4,2%</b>	<b>14,9</b>	<b>4,2%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-10,5%		9,2%		1,5%		1,8%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,2		0,1		0,0		0,0		0,0	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>14,6</b>	<b>4,3%</b>	<b>13,1</b>	<b>3,9%</b>	<b>14,5</b>	<b>4,2%</b>	<b>14,7</b>	<b>4,2%</b>	<b>14,9</b>	<b>4,2%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-10,2%		10,4%		1,5%		1,8%	
Anzahl der Aktien	8,742		8,835		8,835		8,835		8,835	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>1,67</b>		<b>1,48</b>		<b>1,64</b>		<b>1,66</b>		<b>1,69</b>	

## **Aktionärsstruktur**

Alexander Margaritoff Holding GmbH	30,2%
Tocos Beteiligung GmbH	25,6%
Augendum Vermögensverwaltung GmbH	5,0%
Streubesitz	39,2%

## **Termine**

14. Juni 2010	Hauptversammlung
30. Juli 2010	Pressemeldung zum 6-Monatsabschluss
04. November 2010	Veröffentlichung des 9-Monatsabschlusses

## **Kontaktadresse**

Hawesko Holding AG  
Postfach 20 15 52  
D-20205 Hamburg

Email: [email@hawesko.de](mailto:email@hawesko.de)

Internet: [www.hawesko.com](http://www.hawesko.com) (Unternehmen) und [www.hawesko.de](http://www.hawesko.de) (Produkte)

## **Ansprechpartner Investor Relations:**

Herr Thomas Hutchinson

Tel.: +49 (0) 40 / 303 921 - 00

Fax: +49 (0) 40 / 303 921 - 05

Email: [ir@hawesko.com](mailto:ir@hawesko.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:

<u>Veröffentlichungsdatum</u>	<u>Kurs bei Empfehlung</u>	<u>Empfehlung</u>	<u>Kursziel</u>
09.02.2010	21,98 €	Kaufen	26,00 €
31.07.2009	18,49 €	Kaufen	22,00 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2010):

<u>Empfehlung</u>	<u>Basis: alle analysierten Firmen</u>	<u>Firmen mit Kundenbeziehungen</u>
Kaufen	47,0%	60,7%
Halten	37,3%	35,7%
Verkaufen	15,7%	3,6%

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

<u>Firma</u>	<u>Disclosure</u>
Hawesko	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.