

Akt. Kurs (01.12.2014, 17:04, Xetra): 42,00 EUR – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **44,00 (44,00) EUR**

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

## Kurzbeschreibung

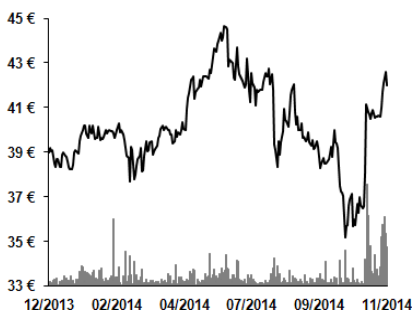
Der Hawesko-Konzern ist nach eigenen Angaben Deutschlands größtes integriertes Handelshaus für hochwertige Weine und Champagner sowie Sekt und Spirituosen. Mit Facheinzel- sowie Groß- und Versandhandel verfügt Hawesko über drei Vertriebslinien.

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	44,65 €	34,27 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	42,00 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	8.983.403	
<b>Streubesitz:</b>	35,5%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	377,3 Mio. €	

## Anlagekriterien

### Ergebnis bleibt im dritten Quartal hinter den Erwartungen zurück

Das dritte Quartal 2014 bescherte Hawesko ein Umsatzplus von 3,9 Prozent auf 103,4 (Vj. 99,5) Mio. Euro. Dabei zeigten die verschiedenen Geschäftsbereiche eine differenzierte Entwicklung.



Weiter erfreulich stellt sich das Bild im Weinfacheinzelhandel dar. So steigerte Jacques' Wein-Depot die Erlöse um 5,4 Prozent auf 30,8 (29,2) Mio. Euro. Profitiert hat das Geschäft dabei vor allem von Aktionen im Rahmen des 40-jährigen Firmenjubiläums. Im September eröffnete die Gesellschaft in Hamburg-Ottensen einen neuen Shop, der sich in absoluter Citylage befindet. Ebenso wie bereits in Düsseldorf sollen durch diese Niederlassung neue Kundengruppen erschlossen werden. In Kürze soll eine weitere Filiale in Citylage einer deutschen Großstadt folgen. Dies möchte Jacques' aber nicht als Abkehr vom bisherigen Konzept verstanden wissen.

Im Segment Großhandel ging der Umsatz dagegen von 39,3 auf 37,2 Mio. Euro zurück. Zwar musste der Bereich bei Globalwine und Vogel Vins in der Schweiz ebenfalls einen leichten Rückgang hinnehmen, bestimmender Faktor des Umsatzminus war jedoch die Tochtergesellschaft Château Classic, die sich derzeit in der Endphase der Abwicklung befindet.

Auf Wachstumskurs blieb das Versandhandelssegment, das einen Zuwachs von 14,2 Prozent auf 35,5 (31,0) Mio. Euro erzielte. Die Aktionen zum 50-jährigen Jubiläum beim Hanseatischen Wein- und Sekt-Kontor bildeten eine starke Wachstumsgrundlage. Aber auch Wein & Vinos mit 8,3 Prozent und Carl Tesdorpf mit 21,9 Prozent schnitten sehr gut ab. Der Anteil der Internetumsätze in der Sparte belief sich weiterhin auf 43 Prozent.

Im Jahresvergleich verharrte die Rohertragsmarge mit 42,0 Prozent auf einem unveränderten Level. Dies führte zu einem Anstieg beim Rohertrag um 2,5 Mio. Euro auf 43,4 (40,9) Mio. Euro. Bei der Personalaufwandsquote gelang eine leichte Reduzierung auf 12,5 (12,6) Prozent. Die Kostensteigerungen bei Werbung, Provisionen und Versand lagen weitgehend im Rahmen der Geschäftsausweitung. Deutlich legten die übrigen Aufwendungen zu. Der Zuwachs von 5,4 auf 6,4 Mio. Euro stand aber hauptsächlich im Zusammenhang mit einmaligen Beratungsleistungen zur Weiterentwicklung des Konzerns.

Trotzdem verbesserte sich das EBIT im dritten Quartal auf 2,5 (1,9) Mio. Euro. Auch in den einzelnen Sparten unterlag es jeweils einer Steigerung. So erhöhte sich das Segment-EBIT im Weinfacheinzelhandel auf 2,7 (2,6) Mio. Euro und auch im Versandhandel kam es von 1,1 auf 1,5 Mio. Euro voran. Im Großhandel kehrte es nach einem Minus von 0,6 Mio. Euro mit 0,4 Mio. Euro in den positiven Bereich zurück.

## Kennzahlen

	2012	2013	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	446	465	473	494
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	25,6	22,6	24,4	28,1
<i>bisher</i>	---	---	26,2	29,9
<b>Jahresüb.</b>	22,5	16,2	15,9	18,2
<i>bisher</i>	---	---	17,2	19,4
<b>Erg./Aktie</b>	2,51	1,80	1,78	2,03
<i>bisher</i>	---	---	1,91	2,16
<b>Dividende</b>	1,65	1,65	1,65	1,70
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	16,7	23,3	23,7	20,7
<b>Div.rendite</b>	3,9%	3,9%	3,9%	4,0%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

## Analyst:

Thorsten Renner

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

[t.renner@gsc-research.de](mailto:t.renner@gsc-research.de)

In Folge von Beratungsaufwendungen fielen die Zentralkosten mit 2,1 (Vj. 1,2) Mio. Euro deutlich höher aus. Bei einem leicht auf minus 0,3 (-0,4) Mio. Euro verbesserten Finanzergebnis wies Hawesko ein Ergebnis vor Steuern von 2,2 (1,6) Mio. Euro aus. Nach Steuern und Anteilen nicht beherrschender Gesellschafter verblieb ein Periodenüberschuss von 1,6 (0,0) Mio. Euro entsprechend einem Ergebnis je Aktie von 0,18 (0,00) Euro.

### **Ertragsverbesserungen verzögern sich**

In den ersten drei Quartalen erhöhte sich der Umsatz insgesamt um 2,1 Prozent auf 322,4 (Vj. 315,8) Mio. Euro. Der Weinfacheinzelhandel steuerte ein Plus von 4,9 Prozent auf 93,3 (88,9) Mio. Euro bei. Auf flächenbereinigter Basis belief sich das Wachstum hier auf 4,1 Prozent. Die geringere Auslieferung von Bordeaux-Subskriptionsweinen und die Abwicklung von Château Classic ließen die Erlöse im Bereich Großhandel um 3,1 Prozent auf 121,4 (125,3) Mio. Euro sinken. Positiv gestaltete sich die Umsatzentwicklung im Bereich Versandhandel mit einem Zuwachs von 6,0 Prozent auf 107,6 (101,5) Mio. Euro. Bereinigt um die Erlöse aus der Auslieferung von Subskriptionsweinen und Château Classic verzeichnete Hawesko in den ersten neun Monaten im Kerngeschäft ein Umsatzplus von 5,7 Prozent.

Zwar verbesserte sich die Rohertragsmarge minimal auf 41,5 Prozent, im Gegenzug erhöhte sich aber auch die Personalaufwandsquote auf 11,9 (11,7) Prozent. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen kletterten überproportional von 89,3 auf 94,5 Mio. Euro. So verringerte sich schließlich das EBIT um 20,6 Prozent auf 9,6 (12,1) Mio. Euro. Beratungsdienstleistungen im Rahmen der kontinuierlichen Weiterentwicklung des Konzerns fielen höher als erwartet aus und einige Ertragsverbesserungen verzögerten sich. Beispielsweise waren die erweiterten Kapazitäten bei Wein & Vinos sowie den Schweizer Tochtergesellschaften noch nicht optimal ausgelastet.

Deutliche Unterschiede zeigen sich in der Segmentbetrachtung. Während das EBIT im Weinfacheinzelhandel um 5,8 Prozent auf 8,8 Mio. Euro zulegte, brach das operative Ergebnis im Versandhandel um 29,3 Prozent auf 4,5 Mio. Euro ein. Der Strukturaufbau und geringere Erträge in Verbindung mit den Subskriptionsumsätzen ließen das Ergebnis deutlich zurückgehen. Da jedoch Belastungen im Zusammenhang mit Château Classic wegfielen, erhöhte sich das EBIT im Großhandel um 42,7 Prozent auf 2,0 Mio. Euro. Bei einem auf minus 0,4 (-1,0) Mio. Euro verbesserten Finanzergebnis belief sich das Ergebnis vor Steuern auf 9,1 (11,1) Mio. Euro. Nach Steuern und Anteilen nicht beherrschender Gesellschafter wies Hawesko nach neun Monaten einen Überschuss von 6,6 (6,4) Mio. Euro aus. Entsprechend erhöhte sich das Ergebnis je Aktie leicht von 0,71 auf 0,73 Euro.

### **Discounter starten Weinoffensive**

Jüngst war von den Discountern ein verstärktes Engagement im Weinbereich zu vernehmen. Neben Netto will vor allem Lidl mit einer Weinoffensive online in diesen Bereich vordringen. Das Management von Hawesko sieht dieses Engagement aber gelassen, denn es bleibt abzuwarten, ob das Angebot bei höherwertigen Weinen ohne große Beratung bei den potenziellen Käufern ankommt. Auch muss Lidl erst einmal eine funktionierende Logistik für Wein nachweisen. Des Weiteren umfasste das Angebot von Lidl eher nicht so stark nachgefragte Bordeaux-Jahrgänge. Langfristig sehen wir das Engagement der Discounter sogar positiv, da dadurch neue Kunden für Wein interessiert werden können. Eine Verbreiterung der Weinliebhaber-Kundenbasis bietet entsprechend auch Hawesko zusätzliches Potenzial.

### **Überraschendes Übernahmeangebot von Tocos**

Anfang November überraschte die Tocos Beteiligung GmbH, ein langjähriger Aktionär der Gesellschaft, mit der Ankündigung eines Übernahmeangebots. Die Beteiligungsgesellschaft mit dem Aufsichtsratsmitglied Detlev Meyer hielt bisher 29,5 Prozent der Hawesko-Aktien. Der Angebotspreis beläuft sich auf 40 Euro je Aktie. Laut Bekanntgabe von Tocos strebt die Gesellschaft die Position als größter Ankeraktionär an und möchte das Management bei der strategischen Weiterentwicklung des Konzerns unterstützen. Hierbei geht es der Gesellschaft vor allem um die Erschließung internationaler Märkte. Dazu möchte Tocos mehr Eigenmittel in der Gesellschaft behalten und die Ausschüttungsquote bei der Dividende auf 40 bis 50 Prozent absenken.

Am 21. November ließ der Hawesko-Vorstand nach der Veröffentlichung des offiziellen Übernahmeangebots in einer ersten Einschätzung verlauten, dass die gebotenen 40 Euro nicht dem Wertpotenzial der Aktie entsprächen. Bis zum 5. Dezember wird sich das Management ausführlich zur Angemessenheit der Offerte äußern. Bis dahin sollten die Aktionäre nach Ansicht des Vorstands keinerlei Aktivitäten im Hinblick auf das Angebot, das bis zum 22. Dezember läuft, entfalten. Der Vorstand wies in diesem Zusammenhang auch darauf hin, dass das Angebot kein Rücktrittsrecht beinhaltet. Einmal eingereichte Aktien werden somit dann auch zum Übernahmepreis von 40 Euro verkauft.

### **Geringfügige Reduzierung der GSC-Schätzungen**

Nach dem bisherigen Geschäftsverlauf gehen wir für das Gesamtjahr 2014 weiterhin von einer Umsatzsteigerung um 1,8 Prozent auf 473,4 Mio. Euro aus. Höhere Beratungskosten und noch ausbleibende Effizienzverbesserungen veranlassen uns jedoch dazu, die Ergebnisschätzungen leicht nach unten anzupassen. So senken wir unsere EBIT-Prognose für das laufende Jahr von 26,2 auf 24,4 Mio. Euro. Darauf aufbauend nehmen wir unsere Schätzung für den Jahresüberschuss auf 15,9 (bisher 17,2) Mio. Euro gleichbedeutend mit 1,78 (1,91) Euro je Aktie zurück.

In 2015 rechnen wir mit einer Beschleunigung des Wachstums, sind aber angesichts der derzeitigen Unruhe im Unternehmen vorsichtiger gestimmt. Auf der Umsatzseite erwarten wir weiterhin eine Steigerung um 4,2 Prozent auf 493,5 Mio. Euro. Beim Jahresüberschuss gehen wir nun von einem Anstieg auf 18,2 (19,4) Mio. Euro aus. Dies entspricht einem Ergebnis je Aktie von 2,03 (2,16) Euro.

Vor einer möglichen Anpassung unserer Dividendenprognosen für 2014 und 2015 warten wir den Ablauf des Übernahmeangebots für die Hawesko-Aktie ab, da sich Tocos für eine deutlich geringere Ausschüttungsquote einsetzen möchte.

### **Bewertung und Fazit**

Wie vom Management angekündigt und auch von uns erwartet, bringt das laufende Geschäftsjahr 2014 zwei negative Umsatzeffekte für die Hawesko Holding AG mit sich. Nämlich die endgültige Abwicklung von Château Classic und den geringeren Verkauf von Bordeaux-Subskriptionsweinen, da der Jahrgang 2011 nicht mit seinen Vorgängern mithalten kann. Dass der Konzern trotz dieser negativen Effekte mit einem Gesamtvolumen von rund 13 Mio. Euro in diesem Jahr ein Umsatzwachstum erzielen wird, zeigt die positive Entwicklung der Gesellschaft im Kerngeschäft.

Etwas höher als erwartet ausgefallene Aufwendungen drücken im laufenden Jahr jedoch auf den Ergebnisausweis. Neben wichtigen Zukunftsinvestitionen musste die Gesellschaft auch Beratungsaufwendungen verkraften. Zudem konnten noch nicht überall die erhofften Effizienzsteigerungen erreicht werden. Ab 2015 rechnen wir jedoch wieder mit einem stärkeren Wachstum. Dieses könnte durch Akquisitionen, speziell im Ausland, noch unterstützt werden.

Positiv werten wir nach wie vor das Auslandsengagement, da in Märkten wie Schweden oder speziell der Schweiz höherwertiger Weinkonsum an der Tagesordnung ist. Abzuwarten bleibt, wie sich hier das Übernahmeangebot von Tocos auswirkt, denn dort strebt man eine stärkere Auslandsexpansion an. Weiteres Potenzial sehen wir auch auf dem deutschen Heimatmarkt bei höherwertigen Weinen. Langfristig könnten neue Kundengruppen auch über das verstärkte Engagement der Discounter beim Thema Wein erschlossen werden.

Derzeit bestimmt das Übernahmeangebot der Tocos Beteiligung GmbH die Aktivitäten bei Hawesko. Nachdem Detlev Meyer über Tocos schon jahrelang im Aufsichtsrat vertreten ist, kam das Angebot in dieser Form doch sehr überraschend, auch für das Management des Unternehmens. Ob hier deshalb in Zukunft nach den Turbulenzen, die das Angebot verursachte, weiter eine reibungslose Zusammenarbeit zwischen Vorstand und Aufsichtsrat möglich ist, bleibt abzuwarten. Bei den derzeitigen Kursen um 42 Euro dürften jedoch nur wenige Aktien zu dem offerierten Preis von 40 Euro angeboten werden.

Die Zahlen speziell im dritten Quartal lagen hinter unseren Erwartungen. Vor dem Hintergrund der positiven Aussichten und des Übernahmeangebots belassen wir unser Kursziel jedoch unverändert bei 44 Euro und bekräftigen auch unser Rating "Halten". Bei einem planmäßigen Fortgang der Geschäfte, unbeeinträchtigt von etwaigen Störgeräuschen durch die Übernahmeofferte, halten wir mittelfristig Kurse von 50 Euro für erreichbar.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>Hawesko Holding AG</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2011		2012		2013		2014e		2015e	
<b>Umsatzerlöse (netto ohne MwSt.)</b>	<b>411,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>446,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>465,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>473,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>493,5</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			8,5%		4,2%		1,8%		4,2%	
Aufwand für bezogene Waren	248,7	60,4%	264,6	59,3%	274,7	59,1%	281,2	59,4%	292,2	59,2%
Veränderung zum Vorjahr			6,4%		3,8%		2,4%		3,9%	
<b>Rohertrag</b>	<b>162,7</b>	<b>39,6%</b>	<b>181,8</b>	<b>40,7%</b>	<b>190,5</b>	<b>40,9%</b>	<b>192,2</b>	<b>40,6%</b>	<b>201,3</b>	<b>40,8%</b>
Veränderung zum Vorjahr			11,7%		4,8%		0,9%		4,8%	
Bestandsveränd. u. akt. Eigenleist.	0,6	0,1%	0,7	0,2%	0,0	0,0%	0,6	0,1%	0,6	0,1%
Veränderung zum Vorjahr			18,0%		-95,8%		1900,0%		0,0%	
Sonstiges Ergebnis (inkl. sonst. Steuern)	-91,0	-22,1%	-104,0	-23,3%	-109,2	-23,5%	-108,9	-23,0%	-112,3	-22,8%
Veränderung zum Vorjahr			-14,2%		-5,1%		0,3%		-3,1%	
Personalaufwand	40,3	9,8%	45,8	10,3%	51,9	11,1%	51,8	11,0%	53,5	10,9%
Veränderung zum Vorjahr			13,6%		13,3%		0,0%		3,3%	
<b>EBITDA</b>	<b>32,0</b>	<b>7,8%</b>	<b>32,8</b>	<b>7,3%</b>	<b>29,4</b>	<b>6,3%</b>	<b>32,1</b>	<b>6,8%</b>	<b>36,1</b>	<b>7,3%</b>
Veränderung zum Vorjahr			2,4%		-10,4%		9,2%		12,6%	
Abschreibungen	5,3	1,3%	7,2	1,6%	6,8	1,5%	7,7	1,6%	8,0	1,6%
Veränderung zum Vorjahr			35,6%		-5,0%		12,4%		4,2%	
<b>EBIT</b>	<b>26,7</b>	<b>6,5%</b>	<b>25,6</b>	<b>5,7%</b>	<b>22,6</b>	<b>4,8%</b>	<b>24,4</b>	<b>5,2%</b>	<b>28,1</b>	<b>5,7%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-4,2%		-11,9%		8,2%		15,3%	
Finanzergebnis	-0,5	-0,1%	4,4	1,0%	2,7	0,6%	-0,5	-0,1%	-1,0	-0,2%
Veränderung zum Vorjahr			1062,6%		-38,6%		-118,4%		-100,0%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>26,3</b>	<b>6,4%</b>	<b>30,0</b>	<b>6,7%</b>	<b>25,3</b>	<b>5,4%</b>	<b>23,9</b>	<b>5,1%</b>	<b>27,1</b>	<b>5,5%</b>
Steuerquote	30,8%		24,3%		35,4%		30,8%		30,0%	
Ertragssteuern	8,1	2,0%	7,3	1,6%	9,0	1,9%	7,4	1,6%	8,1	1,6%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>18,2</b>	<b>4,4%</b>	<b>22,7</b>	<b>5,1%</b>	<b>16,3</b>	<b>3,5%</b>	<b>16,5</b>	<b>3,5%</b>	<b>19,0</b>	<b>3,8%</b>
Veränderung zum Vorjahr			25,0%		-28,2%		1,4%		14,8%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,3		0,2		0,1		0,6		0,8	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>17,9</b>	<b>4,3%</b>	<b>22,5</b>	<b>5,1%</b>	<b>16,2</b>	<b>3,5%</b>	<b>15,9</b>	<b>3,4%</b>	<b>18,2</b>	<b>3,7%</b>
Veränderung zum Vorjahr			26,1%		-28,1%		-1,6%		14,1%	
Anzahl der Aktien	8,983		8,983		8,983		8,983		8,983	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>1,99</b>		<b>2,51</b>		<b>1,80</b>		<b>1,78</b>		<b>2,03</b>	

**Aktionärsstruktur**

Alexander Margaritoff Holding GmbH	30,0%
Tocos Beteiligung GmbH	29,5%
Augendum Vermögensverwaltung GmbH	5,0%
Streubesitz	35,5%

**Termine**

15.06.2015                    Ordentliche Hauptversammlung in Hamburg

**Kontaktadresse**

Hawesko Holding AG  
Hamburger Straße 14-20  
D-25436 Tornesch

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-holding.com](mailto:ir@hawesko-holding.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-Cashflow-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>
22.08.2014	42,23 €	Halten	44,00 €
23.06.2014	42,83 €	Halten	44,00 €
19.02.2014	40,00 €	Halten	44,00 €
06.01.2014	39,11 €	Halten	44,00 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2014):

<u>Empfehlung</u>	<u>Basis: alle analysierten Firmen</u>	<u>Firmen mit Kundenbeziehungen</u>
Kaufen	43,8%	27,3%
Halten	56,3%	72,7%
Verkaufen	0,0%	0,0%

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

<u>Firma</u>	<u>Disclosure</u>
Hawesko Holding 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 Holding 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 Holding 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, Tiergartenstr. 17, 40237 Düsseldorf, verantwortlich.