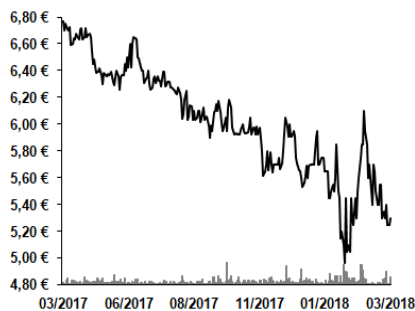


Akt. Kurs (28.03.2018, 08:07, Ffm.): 5,25 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **7,00 (7,00) EUR**

Branche: Bekleidungsartikel
Land: Deutschland
ISIN: DE0005009732
Reuters: AAHG_p.F
Bloomberg: AAH3:GR

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	6,89 €	4,82 €
Aktueller Kurs:	5,25 €	
Aktienzahl ges.:	13.681.520	
Streubesitz:	47,5%	
Marktkapitalis.:	71,4 Mio. €	



Kennzahlen

	15/16	16/17	17/18e	18/19e
Umsatz	237,8	235,9	239,6	243,5
<i>bisher</i>	---	240,0	245,0	---
EBIT	4,0	3,0	4,4	5,0
<i>bisher</i>	---	5,0	6,0	---
Jahresüb.	2,3	1,8	2,8	3,4
<i>bisher</i>	---	3,0	3,8	---
Erg./Aktie	0,20	0,16	0,23	0,27
<i>bisher</i>	---	0,25	0,30	---
Dividende	0,20	0,20	0,20	0,25
<i>bisher</i>	---	---	0,30	---
KGV	26,3	32,8	22,9	19,4
Div.rendite	3,8%	3,8%	3,8%	4,8%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analysten:

J. Nielsen und A. Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

a.langhorst@gsc-research.de

Kurzportrait

Die 1919 gegründete und in der dritten Generation familiengeführte Ahlers AG ist einer der größten börsennotierten europäischen Männermodehersteller. Das Portfolio umfasst sieben Marken, zu denen u. a. die bekannten Brands Baldessarini, Otto Kern, Pierre Cardin und Pioneer zählen. Ahlers beliefert überwiegend den Bekleidungseinzelhandel und erzielt im Wholesale-Geschäft 87 Prozent der Erlöse. Daneben werden auch eigene Einzel- und Onlinehandelsaktivitäten betrieben sowie unter dem Label Elsbach Denim Library standortspezifische Vollsortimente angeboten (13 Prozent Umsatzanteil).

Anlagekriterien

Stabile Dividende für 2016/17

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016/17 (bis 30.11.) musste der stationäre Bekleidungseinzelhandel in Deutschland laut „Textilwirtschaft“ erneut einen Umsatzrückgang von 1,5 Prozent verbuchen. Ursächlich hierfür war vor allem die anhaltend rückläufige Frequentierung der Innenstädte aufgrund des sich zunehmend auf Online-Kanäle verlagernden Konsumverhaltens. Dabei konnte allerdings auch das mit 6 Prozent nur relativ moderat gewachsene Online-Geschäft die stationären Erlösrückgänge nicht kompensieren. Zusätzlich belasteten noch Rabattaktionen die Durchschnittspreise und damit auch die Umsätze der Branche. Die für Ahlers relevanten europäischen Märkte dürften sich per Saldo ebenfalls eher rückläufig entwickelt haben.

In diesem unverändert schwierigen Umfeld musste Ahlers lediglich ein leichtes Umsatzminus von 0,8 Prozent auf 235,9 (Vj. 237,8) Mio. Euro hinnehmen. Dabei ist allerdings zu beachten, dass durch die erfolgte Aufgabe des Bereichs Gin Tonic sowie das ausgelaufene Geschäft mit dem letzten Private-Label-Kunden Erlöse von 5,2 Mio. Euro entfallen sind. Auf bereinigter Basis konnte der Konzern den Umsatz dagegen um 1,4 Prozent von 232,3 auf 235,6 Mio. Euro steigern. Dabei entwickelten sich die fortgeführten Aktivitäten im Kernmarkt Deutschland mit einem Plus von 0,9 Prozent deutlich über dem negativen Branchentrend. In der Region Westeuropa gingen die Erlöse leicht um 1,3 Prozent zurück, während Mittel- und Osteuropa sowie die übrigen Märkte ein ordentliches Wachstum von 6,6 Prozent verbuchen konnten.

Der Wegfall margenschwachen Geschäfts ließ dennoch den Rohertrag leicht auf 117,1 (116,9) Mio. Euro ansteigen. Damit einher ging auch eine Verbesserung der Rohertragsmarge von 48,9 auf 49,4 Prozent. Der Personalaufwand sank infolge der Aufgabe von Gin Tonic leicht. Dagegen führten Rabatte, höhere Kommissionierungs-, Marketing- und Vertriebskosten sowie Aufwendungen im Zusammenhang mit der Einführung eines neuen ERP-Systems beim sonstigen Ergebnis zu einer Verschlechterung um 1,6 Mio. Euro. Nach geringfügig gestiegenen Abschreibungen und saldiert negativen Sondereffekten von 0,5 (0,9) Mio. Euro gab das EBIT schließlich um ein Viertel von 4,0 auf 3,0 Mio. Euro nach.

Bei einem stabilen Finanzergebnis und einer nach dem Fortfall steuerlicher Einmalbelastungen reduzierten Steuerquote wies Ahlers schließlich beim Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter einen Rückgang auf 1,8 (2,3) Mio. Euro aus. Aus dem Ergebnis von 0,11 (0,15) Euro je Stamm- und 0,16 (0,20) Euro je Vorzugsaktie sollen die Anteilseigner eine unveränderte Dividende von 0,15 Euro je Stamm- und 0,20 Euro je Vorzugsaktie erhalten.

Die damit verbundene teilweise Substanzausschüttung halten wir angesichts der soliden Eigenkapitalquote von 56,4 (57,2) Prozent, der trotz der hohen Investitionen in das neue ERP-System nahezu konstanten Nettoverschuldung von 29,9 (29,7) Mio. Euro sowie des mit plus 4,8 (-2,9) Mio. Euro wieder in den schwarzen Bereich gedrehten Free Cashflows für gut darstellbar. Zudem sehen wir darin ein positives Zeichen, dass sich Ahlers durch eine stabile Ausschüttung weiter als verlässlicher Dividendenzahler positionieren will.

Auf Segmentebene differenzierte Entwicklung

Im Bereich „Premium Brands“ mit den Marken Baldessarini, Otto Kern und Pierre Cardin stieg der Umsatz um 2,1 Prozent auf 162,7 (Vj. 159,3) Mio. Euro und steuerte damit nunmehr 69 (67) Prozent zu den Konzern Erlösen bei. Getragen wurde diese Entwicklung von Pierre Cardin mit einem Zuwachs von 3,1 Prozent, wobei die Marke vor allem vom Erfolg der Futureflex-Produkte, die rund ein Drittel zum Segmentumsatz beisteuerten, profitierte. Baldessarini entwickelte sich hingegen stabil, während Otto Kern infolge der Aufgabe unwirtschaftlichen Geschäfts rückläufige Erlöse verbuchte. Trotz der höheren Umsätze und einer leichten Verbesserung der Rohertragsmarge ließen gestiegene Aufwendungen für Kommissionierung, Marketing, Vertrieb und das neue ERP-System das Segment-EBIT vor Sondereffekten jedoch letztlich um mehr als die Hälfte von 2,4 auf 1,1 Mio. Euro absinken.

Das Segment „Jeans, Casual & Workwear“, das die Marken Pioneer Authentic Jeans, Pionier Jeans & Casuals, Pionier Workwear und Jupiter umfasst, musste insgesamt einen Erlösrückgang von 6,8 Prozent auf 73,2 (78,5) Mio. Euro hinnehmen. Bereinigt um die eingestellten Aktivitäten fiel jedoch nur ein minimales Minus von 73,0 auf 72,9 Mio. Euro an. Dabei steuerten Pioneer Authentic Jeans sowie Pionier Jeans & Casuals insgesamt ein Wachstum von 4,6 Prozent bei. Auch Jupiter verbuchte ein Plus in Höhe von 2,5 Prozent. Bei Pionier Workwear führte jedoch der Verlust zweier Großkunden zu einem Umsatzrückgang von 1,6 Mio. Euro. In Summe konnten eine leicht gestiegene Rohertragsmarge sowie geringere Personal- und sonstige Kosten die rückläufigen Erlöse nicht vollständig kompensieren, sodass das Segment-EBIT vor Sondereffekten leicht auf 2,4 (2,5) Mio. Euro nachgab.

Die Erlöse des eigenen Einzelhandels konnten auf absoluter Basis um 2,3 Prozent zulegen. Auch flächenbereinigt verblieb ein leichtes Plus von 0,4 Prozent. Dabei verzeichnete der Bereich E-Commerce nach dem Relaunch der Online-Shops und dem Wechsel des Dienstleisters im Herbst 2016 im Jahresverlauf ein zunehmendes Wachstum um insgesamt 22 Prozent. Allerdings bewegte sich der Anteil an den Konzern Erlösen mit etwa 4 Prozent immer noch auf einem relativ niedrigen Niveau.

Ausblick trotz schwachem ersten Quartal 2017/18 bestätigt

Wie bereits im Vorjahr war das erste Quartal (01.12.17-28.02.18) des laufenden Geschäftsjahres 2017/18 durch Umsatzverschiebungen in das Folgequartal geprägt, die aus späteren Lieferterminen der Saisonware sowie dem zunehmendem Konsignationsgeschäft resultierten. Zusätzlich litt der eigene Einzelhandel unter der Schließung einiger Stores, aber auch unter flächenbereinigten Erlösrückgängen. In Summe führte dies nach vorläufigen Zahlen im Auftaktquartal zu einem Umsatzminus von 3,8 Prozent auf 60,7 (Vj. 63,1) Mio. Euro. Dabei gab das Periodenergebnis nach Steuern aufgrund der geringeren Erlöse um fast ein Drittel von 2,9 auf 2,0 Mio. Euro nach. Die endgültigen Zahlen für die ersten drei Monate des laufenden Geschäftsjahres werden am 11. April veröffentlicht.

Angesichts der für das zweite Quartal erwarteten Aufholeffekte bestätigte das Ahlers-Management gleichwohl die bisherige Guidance für das Gesamtjahr. Demzufolge wird bei einem weiterhin herausfordernden Branchenumfeld für beide Segmente ein Umsatzplus prognostiziert, das sich in Summe oberhalb der letztjährigen Wachstumsrate des bestehenden Geschäfts von 1,4 Prozent bewegen soll. Dabei sollen Zollvorteile, optimierte Beschaffungsprozesse und der mit der Euro-Stärke verbundene günstigere Einkauf asiatischer Waren auf US-Dollar-Basis die Rohertragsmarge weiter voranbringen. Für das EBIT nach Sondereffekten und den Jahresüberschuss nach Steuern werden deutliche Wachstumsraten im mittleren zweistelligen Prozentbereich angepeilt.

HV soll Aktienzusammenlegung beschließen

Wie die Ahlers AG bereits Anfang Februar mitteilte, wird der für den 24. April in Düsseldorf anberaumten Hauptversammlung eine Zusammenlegung der Aktiegattungen vorgeschlagen. Die Umwandlung der Vorzugs- in Stammaktien soll im Verhältnis 1:1 ohne Zuzahlung erfolgen. Gleichzeitig sollen alle Aktien auf Namensaktien umgestellt werden. Aus der Maßnahme erwartet der Vorstand eine größere Handelsliquidität und damit eine erhöhte Attraktivität der Aktie.

Neben diesen Effekten erachten wir diese Maßnahme auch als den richtigen Schritt, um die Handlungsfähigkeit des Konzerns am Kapitalmarkt zu erhöhen, insbesondere im Zusammenhang mit möglichen Akquisitionen ins Portfolio passender Unternehmen und/oder Markenrechte.

GSC-Schätzungen sehen deutlich steigende Profitabilität

Auf Basis der aktuell bestätigten Unternehmensprognose sehen wir im laufenden Geschäftsjahr 2017/18 bei einem moderaten Umsatzwachstum von 1,6 Prozent auf 239,6 Mio. Euro beim EBIT einen kräftigen Sprung um 47,4 Prozent auf 4,4 Mio. Euro. Entsprechend sollte auch der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter von 1,8 auf 2,8 Mio. Euro zulegen. Dies entspräche auf Grundlage der derzeit noch bestehenden Aktiegattungen einem Ergebnis von 0,18 Euro je Stamm- und 0,23 Euro je Vorzugsaktie. Nach Zusammenlegung der Gattungen würde dies einen Anstieg des EPS von 0,13 auf 0,20 Euro bedeuten. Dementsprechend erwarten wir eine gegenüber der für 2016/17 vorgesehenen Ausschüttung auf die Vorzüge unveränderte Dividendenzahlung von 0,20 Euro je Aktie.

Im kommenden Geschäftsjahr 2018/19 gehen wir bei einem weiteren leichten Umsatzanstieg auf 243,5 Mio. Euro beim EBIT von einer erneut überproportionalen Verbesserung um 14,3 Prozent auf 5,0 Mio. Euro aus. Auch der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter sollte um knapp 20 Prozent auf 3,4 Mio. Euro vorankommen. Bei einem geschätzten EPS von 0,25 Euro (entsprechend 0,23 Euro je Stamm- und 0,27 Euro je Vorzugsaktie) prognostizieren wir dann zum 100-jährigen Firmenjubiläum eine Anhebung der Dividende auf 0,25 Euro je Aktie.

Bewertung und Fazit

Auf Basis des fortgeführten Geschäfts hat die Ahlers AG umsatzseitig im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016/17 deutlich über dem negativen Branchentrend abgeschnitten. Höher als erwartet ausgefallene Aufwendungen im Schlussquartal führten jedoch dazu, dass das Zahlenwerk ergebnisseitig klar unter den Vorjahreswerten und auch unter den eigenen Erwartungen ausfiel.

Für das laufende Geschäftsjahr 2017/18 rechnet das Management aber angesichts der implementierten Restrukturierungs- und Optimierungsmaßnahmen sowie der einkaufsseitig günstig wirkenden Stärke des Euro zum US-Dollar wieder mit spürbaren Verbesserungen der Ertragskennziffern. Auch wir sehen die Talsohle nun als endgültig durchschritten an und erwarten eine wieder deutlich ansteigende Profitabilität, wenngleich die früheren Margenniveaus zunächst noch in weiter Ferne bleiben dürften.

Die Ahlers-Vorzugsaktie wird auf Basis unserer Schätzungen derzeit für 2017/18 mit einem KGV von 22,9 bewertet, das deutlich über dem 2018er-KGV unserer aus den Branchen Bekleidungsartikel und Textilindustrie gebildeten Peer-Group von 17,2 liegt. Allerdings bewegt sich die aktuelle Marktkapitalisierung mit 71,4 Mio. Euro knapp 31 Mio. Euro bzw. rund 2,24 Euro je Aktie unter dem zum 30. November ausgewiesenen Eigenkapital von 102,1 Mio. Euro. Hinzu kommen noch mögliche stille Reserven in den mit 17,8 Mio. Euro bilanzierten Kunstwerken. Zudem beläuft sich die Dividendenrendite auf attraktive 3,8 Prozent. Positiv könnte sich auch die geplante Zusammenlegung der Aktiengattungen auf den Börsenkurs auswirken. Daher bestätigen wir unser Kursziel für die Ahlers-Vorzugsaktie mit 7 Euro, setzen aber auf dem derzeitigen Kursniveau unsere Einstufung von „Halten auf „Kaufen“ herauf.

Gewinn- und Verlustrechnung

Ahlers AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 30.11.	2014/15		2015/16		2016/17		2017/18e		2018/19e	
Umsatzerlöse	241,9	101,5%	237,8	99,5%	235,9	99,5%	239,6	99,5%	243,5	99,5%
Veränderung zum Vorjahr			-1,7%		-0,8%		1,6%		1,6%	
Bestandsveränderungen	-3,5	-1,5%	1,2	0,5%	1,2	0,5%	1,2	0,5%	1,2	0,5%
Veränderung zum Vorjahr			134,5%		2,4%		-3,0%		0,0%	
Gesamtleistung	238,4	100,0%	239,0	100,0%	237,2	100,0%	240,8	100,0%	244,7	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			0,2%		-0,8%		1,5%		1,6%	
Materialaufwand	119,5	50,1%	122,1	51,1%	120,1	50,6%	121,1	50,3%	123,1	50,3%
Veränderung zum Vorjahr			2,2%		-1,6%		0,9%		1,6%	
Rohertrag	119,0	49,9%	116,9	48,9%	117,1	49,4%	119,7	49,7%	121,6	49,7%
Veränderung zum Vorjahr			-1,7%		0,2%		2,2%		1,6%	
Personalaufwand	53,1	22,3%	51,9	21,7%	51,4	21,7%	53,8	22,3%	54,7	22,3%
Veränderung zum Vorjahr			-2,2%		-0,9%		4,6%		1,7%	
Sonstiges Ergebnis	-57,2	-24,0%	-55,8	-23,4%	-57,4	-24,2%	-55,8	-23,2%	-56,3	-23,0%
Veränderung zum Vorjahr			2,5%		-2,9%		2,9%		-0,9%	
EBITDA	8,7	3,6%	9,2	3,8%	8,3	3,5%	10,1	4,2%	10,6	4,4%
Veränderung zum Vorjahr			6,0%		-10,2%		22,5%		5,3%	
Abschreibungen	6,3	2,6%	5,2	2,2%	5,3	2,2%	5,7	2,4%	5,6	2,3%
Veränderung zum Vorjahr			-17,3%		1,7%		8,3%		-1,8%	
EBIT	2,4	1,0%	4,0	1,7%	3,0	1,3%	4,4	1,8%	5,0	2,1%
Veränderung zum Vorjahr			66,3%		-25,6%		47,4%		14,3%	
Finanzergebnis	-0,5	-0,2%	-0,6	-0,3%	-0,6	-0,3%	-0,6	-0,3%	-0,5	-0,2%
Veränderung zum Vorjahr			-23,3%		-1,7%		0,5%		18,0%	
Ergebnis vor Steuern	1,9	0,8%	3,4	1,4%	2,4	1,0%	3,8	1,6%	4,5	1,9%
Steuerquote	29,4%		28,1%		20,7%		25,0%		25,0%	
Ertragssteuern	0,6	0,2%	1,0	0,4%	0,5	0,2%	1,0	0,4%	1,1	0,5%
Jahresüberschuss	1,4	0,6%	2,5	1,0%	1,9	0,8%	2,9	1,2%	3,4	1,4%
Veränderung zum Vorjahr			80,3%		-23,1%		51,0%		19,5%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,2		0,1		0,1		0,1		0,1	
Bereinigter Jahresüberschuss	1,1	0,5%	2,3	1,0%	1,8	0,8%	2,8	1,2%	3,4	1,4%
Veränderung zum Vorjahr			103,5%		-21,5%		52,5%		19,9%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	13,682		13,682		13,682		13,682		13,682	
Gewinn je Aktie	0,08		0,17		0,13		0,20		0,25	
davon:										
Gewinn je Stammaktie	0,06		0,15		0,11		0,18		0,23	
Gewinn je Vorzugsaktie	0,11		0,20		0,16		0,23		0,27	

Aktionärsstruktur

Stammaktien (7.600.314 Stück):

WTW-Beteiligungsgesellschaft mbH	76,71%
Frau Dr. Stella A. Ahlers und	
Westfälisches Textilwerk Adolf Ahlers Stiftung & Co. KG	0,31%
Streubesitz	22,98%

Vorzugsaktien (6.081.206 Stück):

WTW-Beteiligungsgesellschaft mbH	21,88%
Frau Dr. Stella A. Ahlers und	
Westfälisches Textilwerk Adolf Ahlers Stiftung & Co. KG	0,07%
Streubesitz	78,05%

Termine

11.04.2018	Zahlen erstes Quartal 2017/18 (01.12.2017-28.02.2018)
12.04.2018	Analystenkonferenz in Frankfurt am Main
24.04.2018	Ordentliche Hauptversammlung in Düsseldorf
11.07.2018	Halbjahreszahlen 2017/18 (01.12.2017-31.05.2018)
10.10.2018	Zahlen drittes Quartal 2017/18 (01.06.-31.08.2018)
11.10.2018	Analystenkonferenz in Frankfurt am Main

Kontaktadresse

Ahlers AG
Elverdisser Straße 313
D-32052 Herford

Email: ahlers-ag@ahlers-ag.com

Internet: www.ahlers-ag.com

Ansprechpartner Investor Relations:

Herr Michael Zielke

Tel.: +49 (0) 5221 / 979 - 211

Fax: +49 (0) 5221 / 979 - 215

Email: investor.relations@ahlers-ag.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 24 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
27.07.2017	6,29 €	Halten	7,00 €
23.03.2017	6,80 €	Halten	7,00 €
19.10.2016	6,65 €	Kaufen	8,00 €
18.05.2016	6,34 €	Kaufen	8,00 €

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.12.2017):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	32,4%	38,9%
Halten	63,2%	55,6%
Verkaufen	4,4%	5,5%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
Ahlers AG	1, 5, 7

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. Die GSC Holding AG als Mutter von GSC Research hält unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Die Gesellschaft und/oder 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), 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.