

Akt. Kurs (06.06.2022, 17:36, Xetra): 2,14 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Kaufen)** – Kursziel 12 Mon.: **3,15 (3,80) EUR**

**Branche:** Immobilien  
**Land:** Deutschland  
**ISIN:** DE000A1X3WX6  
**Reuters:** ERWE.DE  
**Bloomberg:** ERWE:GR

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	3,39 €	1,69 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	2,14 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	18.219.214	
<b>Streubesitz:</b>	10,8%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	39,0 Mio. €	



#### Kennzahlen

	2020	2021	2022e	2023e
<b>Umsatz</b>	2,6	4,4	5,6	7,0
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	3,9	-4,8	2,7	3,5
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Jahresüb.</b>	0,3	-9,2	-4,0	-3,3
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Erg./Aktie</b>	0,02	-0,53	-0,19	-0,13
<i>bisher</i>	---	---	-0,22	-0,18
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Div.-Rend.</b>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>KGV</b>	137,7	neg.	neg.	neg.

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

#### Analyst:

Jens Nielsen

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 24

Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

[j.nielsen@gsc-research.de](mailto:j.nielsen@gsc-research.de)

#### Kurzportrait

Die ERWE Immobilien AG erwirbt und entwickelt für sich und Dritte Immobilien in Deutschland, die durch Revitalisierung und Zuführung zu neuen Mischnutzungskonzepten repositioniert werden. Dabei sollen Wertsteigerungspotenziale gehoben und nachhaltige Cashflows generiert werden. Im Kerngeschäft der Revitalisierung und Neupositionierung von Innenstadtoobjekten liegt das Ziel im Aufbau eines ertragsstarken Immobilienportfolios im Rahmen einer Buy-and-Hold-Strategie. Zudem werden als opportunistische Investments auch ausgewählte Development-Projekte verfolgt. Als dritte Säule des Geschäftsmodells werden externen Kunden Investmentprodukte und Services von der ERWE Invest GmbH, der ERWE Asset GmbH sowie der peko group angeboten.

#### Anlagekriterien

##### Ergebnis aus Immobilienbewirtschaftung steigt weiter im ersten Quartal 2022

Wie bereits im Rahmen der detaillierten Darstellung des ERWE-Immobilienportfolios im Zuge unseres letzten Researches vom 25. April 2022 erörtert, hat die Gesellschaft per Anfang bzw. Ende März 2022 zwei C&A-Geschäftshäuser in Wuppertal und Bremerhaven übernommen. In der Folge wuchs der Wert des Immobilienbestands zum 31. März gegenüber dem letzten Bilanzstichtag von 195,5 auf 218,8 Mio. Euro. Auch die vermietbare Fläche der Bestandsobjekte (inklusive Parkplatzflächen) stieg bei einer insgesamt leicht von 89,3 auf 90,4 Prozent erhöhten Vermietungsquote deutlich von 72.746 auf 90.066 m<sup>2</sup>.

Hauptsächlich aufgrund der erstmals eingeflossenen Mieten für das Hotel in der Postgalerie Speyer sowie das zum 1. März erworbene C&A-Geschäftshaus in Wuppertal kletterte das Ergebnis aus der Immobilienbewirtschaftung in den ersten drei Monaten 2022 um knapp 20 Prozent auf 1,27 (Vj. 1,06) Mio. Euro. Die sonstigen betrieblichen Erträge fielen dagegen mit 0,08 (0,19) Mio. Euro geringer aus. Auch im Zusammenhang mit dem – im besten gegenseitigen Einvernehmen erfolgten – Ausscheiden von CFO Christian Hillermann stieg der Personalaufwand deutlich von 1,06 auf 1,42 Mio. Euro. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen konnten hingegen trotz Einmalbelastungen aus den beiden Objektübernahmen auf 0,54 (0,58) Mio. Euro begrenzt werden.

Da im Berichtszeitraum keine Neubewertung des Portfolios erfolgte, lag das Ergebnis aus der Bewertung des Immobilienbestands lediglich bei 0,11 (0,83) Mio. Euro. Zudem führte die zum letzten Bilanzstichtag erfolgte Umgliederung der Beteiligung am Frankfurt Airport Center 1 (FAC 1) von Anteilen an assoziierten Unternehmen zu Beteiligungen dazu, dass kein Ergebnis aus at Equity bewerteten assoziierten Unternehmen anfiel. Im Vorjahr hatten hier 0,08 Mio. Euro in den Büchern gestanden.

In Summe resultierte daraus ein Rückgang des EBIT von 0,52 auf minus 0,51 Mio. Euro. Auch das um Einmal- und Sondereffekte bereinigte EBIT drehte mit minus 0,11 (0,52) Mio. Euro leicht in die roten Zahlen. Im Zusammenhang mit den Finanzierungen der beiden Objektankäufe sank das Finanzergebnis weiter auf minus 1,78 (-1,75) Mio. Euro. Bei einem Steuerertrag von 0,15 Mio. Euro kam schließlich nach Anteilen Dritter ein Periodenergebnis von minus 2,06 Mio. Euro zum Ausweis. Im Vorjahr war bei einer Steuerbelastung von 0,06 Mio. Euro nach Anteilen Dritter ein Verlust von 1,20 Mio. Euro angefallen. Nach unseren Berechnungen entsprach dies einem Ergebnis je Aktie von minus 0,11 (-0,07) Euro.

### **Jüngste Entwicklungen im Immobilienportfolio**

Beim LICHTHOF in Lübeck hat ERWE im ersten Quartal 2022 die Baugenehmigung für die geplante Umnutzung von Büroflächen zu Wohneinheiten erhalten. Bei der Postgalerie in Speyer wurde die Baugenehmigung für den Umbau eines rund 480 m<sup>2</sup> großen Teilbereichs für die künftige Nutzung durch eine Augenklinik ebenfalls erteilt. Hier wird nun mit einer Übergabe der entsprechenden Praxisflächen zur Jahresmitte gerechnet. In der Kupferpassage in Coesfeld wurde die Sanierung der noch leer stehenden fünf Wohneinheiten im April abgeschlossen, so dass diese nun der Vermietung zugeführt werden können. Dagegen steht bei dem Wohn- und Geschäftshaus in der Darmstädter Innenstadt kündigungsbedingt im weiteren Jahresverlauf eine Neuvermietung von Ladenflächen auf der Agenda.

Bei dem Development-Objekt in Krefeld wurde nach Abriss der Altsubstanz, Vorlage der Baugenehmigung und Vorvermietung von zwei Dritteln der projektierten Flächen inzwischen mit der Errichtung des Neubaus begonnen. Dabei wurde das Budget aufgrund der gestiegenen Baukosten leicht von 28 auf 29 Mio. Euro erhöht. Bei der Projektentwicklung in Darmstadt soll im dritten Quartal 2022 ebenfalls mit dem Abriss des derzeit noch auf dem Grundstück befindlichen Gewerbeobjekts begonnen werden.

### **Partnerschaft mit Elbstein AG im Zuge weiterer Kapitalerhöhung ausgebaut**

Infolge der im ersten Quartal getätigten Objektkäufe ermäßigte sich die Konzerneigenkapitalquote zum 31. März 2022 leicht auf 21,6 Prozent. Dagegen stieg der aus dem Verhältnis der Nettofinanzverbindlichkeiten zum Immobilienvermögen zuzüglich der Beteiligungen an Immobilien haltenden Gesellschaften ermittelte Loan-to-Value (LTV) weiter auf 72,4 Prozent. Dabei bestand eine Barliquidität in Höhe von 3,1 Mio. Euro. Der NRV (Net Reinstatement Value) nach EPRA (European Public Real Estate Association), der den Wiederstellungswert des Portfolios abbildet, gab seit dem letzten Bilanzstichtag um 3 Cent auf 4,20 Euro je Aktie nach.

Im Mai hat ERWE nun erfolgreich eine weitere Barkapitalerhöhung durchgeführt. In diesem Rahmen wurden 6.343.708 neue Aktien bei einem Bezugsverhältnis von 3:1 zu einem Preis von 1,50 Euro je Anteilsschein platziert. Dabei hatte die Elbstein AG, die bislang mit 12,5 Prozent an ERWE beteiligt ist und hinter der John Frederik Ehlerding steht, im Vorfeld eine Garantie zur Übernahme aller nicht bezogenen Aktien abgegeben.

In diesem Rahmen steigt die Elbstein AG künftig zum größten Anteilseigner der ERWE Immobilien AG auf, womit auch eine Vertiefung der entsprechenden Partnerschaft verbunden ist. Dabei halten wir es für durchaus denkbar, dass die Schwelle von 30 Prozent überschritten und damit die Unterbereitung eines öffentlichen Pflichtangebots an die ERWE-Aktionäre durch die Elbstein AG erforderlich wird.

Nach der noch ausstehenden handelsregisterlichen Eintragung der Kapitalmaßnahme wird sich die Aktienanzahl von 18.219.214 auf 24.562.922 Anteilscheine entsprechend einem Grundkapital von 24,56 (bisher 18,22) Mio. Euro erhöhen. Aus der Transaktion fließen der Gesellschaft neue Eigenmittel in Höhe von rund 9 Mio. Euro zu, mit denen das Immobilienportfolio weiter entwickelt und ausgebaut werden kann.

Zudem dürfte sich nach unseren Berechnungen im Zuge dessen die Eigenkapitalquote in Richtung von 25 Prozent sowie der LTV in den Bereich um 68 Prozent verbessern.

### **GSC-Schätzungen berücksichtigen Kapitalerhöhung**

Auf Basis der Zahlen zum ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2022 haben wir unsere Prognosen unverändert beibehalten und dabei lediglich die infolge der Kapitalerhöhung künftig erhöhte Aktienanzahl eingearbeitet. Dabei haben wir auch berücksichtigt, dass sich insbesondere bei den Projektentwicklungen bislang trotz Ukraine-Krieg, Inflation und steigender Bauzinsen keine abweichenden Werteinschätzungen gegenüber den Ansätzen zum letzten Bilanzstichtag ergeben haben.

Somit sehen wir im aktuellen Geschäftsjahr, in das das Vermietungsergebnis aus dem C&A-Geschäftshaus in Bremerhaven seit Beginn des zweiten Quartals einfließt, weiterhin ein Ergebnis aus der Immobilienbewirtschaftung in Höhe von 5,6 Mio. Euro. Bei einem geschätzten EBIT von 2,7 Mio. Euro verorten wir das Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter bei minus 4,0 Mio. Euro bzw. minus 0,19 Euro je Aktie.

Im Geschäftsjahr 2023 erwarten wir unverändert bei einem Ergebnis aus der Immobilienbewirtschaftung von 7,0 Mio. Euro ein EBIT auf 3,5 Mio. Euro sowie ein Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter von minus 3,3 Mio. Euro. Dies würde auf Basis der erhöhten Aktienanzahl einem EPS von minus 0,13 Euro entsprechen.

Dabei sehen wir vor allem bei den Development-Objekten nach wie vor eine nennenswerte Fantasie auf Werterhöhungen. Dies betrifft insbesondere das TAUNUS LAB in Friedrichsdorf. Hier dürfte ein erhebliches Wertsteigerungspotenzial schlummern, das sich nach Erteilung der immer noch ausstehenden Genehmigung für den ersten Bauabschnitt massiv positiv auf das Bewertungsergebnis auswirken sollte.

Insofern sind hier auch noch deutlich über den von uns für das aktuelle sowie für das kommende Geschäftsjahr jeweils angesetzten 5 Mio. Euro liegende positive Bewertungseffekte denkbar. Letztlich ist die Höhe des Bewertungsergebnisses jedoch nicht seriös abschätzbar.

### **Bewertung**

In der anhaltenden Wachstums- und Investitionsphase, in der sich die Gesellschaft befindet, wird eine Bewertung der ERWE-Aktie anhand von Umsatz- oder Ertragsschätzungen den Perspektiven des Unternehmens unserer Meinung nach nicht gerecht. Zudem bilden unsere Prognosen naturgemäß keine Effekte aus potenziellen künftigen Immobilientransaktionen ab.

Darüber hinaus sind seriöse Schätzungen über den Umfang etwaiger Bewertungsänderungen – die jedoch dem auf die Hebung von Wertsteigerungspotenzialen ausgerichteten Geschäftsmodell der Gesellschaft immanent sind – ebenfalls nicht möglich. Daher stellen wir unsere Bewertung des ERWE-Anteilsscheins auf den im EPRA-NRV abgebildeten Wiedererstellungswert des Portfolios ab, der unserer Ansicht nach derzeit die deutlich geeignetere Bewertungskennzahl darstellt.

Zum 31. März 2022 hat das Unternehmen einen NRV von 4,20 Euro je Aktie publiziert. Auf der Basis, dass der Gesellschaft aus der jüngsten Kapitalerhöhung netto rund 9 Mio. Euro zufließen, sowie unter Berücksichtigung der auf 24.562.922 Anteilsscheine erhöhten Aktienanzahl sehen wir den aktuellen NRV bei etwa 3,50 Euro je Anteilsschein. Hierauf nehmen wir wie bisher einen Sicherheitsabschlag von rund 10 Prozent vor, so dass wir den fairen Wert der ERWE-Aktie nunmehr bei etwa 3,15 Euro sehen.

### Fazit

In den ersten drei Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2022 konnte die ERWE Immobilien AG das Ergebnis aus der Immobilienbewirtschaftung weiter um knapp 20 Prozent steigern. Dabei ist von den beiden im ersten Quartal übernommenen, vollständig an C&A vermieteten Geschäftshäusern das Wuppertaler Objekt bereits für einen Monat im Zahlenwerk enthalten, die Immobilie in Bremerhaven fließt nun seit Anfang April mit ein.

Das Ergebnis aus der Immobilienbewertung lieferte im Berichtszeitraum hingegen (noch) keine nennenswerten Impulse. Allerdings kam es nach den letztjährigen, Corona-bedingten deutlichen Wertminderungen, die vor allem die Einzelhandels- und Hotelflächen in Speyer betrafen, auch zu keinen weiteren Abwertungen. Insbesondere vor dem Hintergrund der in diesem Jahr erwarteten Baugenehmigung für den ersten Abschnitt des Entwicklungsprojekts TAUNUS LAB in Friedrichsdorf halten wir aber im weiteren Jahresverlauf noch massive positive Bewertungseffekte für wahrscheinlich.

Aus der im Mai platzierten Kapitalerhöhung fließen der Gesellschaft nun frische Mittel in Höhe von rund 9 Mio. Euro zu, mit denen das Portfolio weiter entwickelt und ausgebaut werden kann. Im Zuge der Kapitalmaßnahme wurde auch die Partnerschaft mit der Elbstein AG intensiviert, die künftig den größten Einzelaktionär der Gesellschaft darstellt und dabei auch die 30-Prozent-Schwelle überschreiten könnte, was ein öffentliches Pflichtangebot an die übrigen ERWE-Aktionäre auslösen würde.

Insgesamt sehen wir die ERWE Immobilien AG mit ihrem auf die Übernahme, Revitalisierung und Neupositionierung von Innenstadtobjekten ausgerichteten Geschäftsmodell, dem branchenerfahrenen und breit vernetzten Vorstand sowie dem immobilienaffinen Gesellschafterhintergrund unverändert gut aufgestellt, um ihr Portfolio weiter ausbauen und dabei nennenswerte Wertsteigerungspotenziale heben zu können.

Aufgrund des Verwässerungseffekts aus der Kapitalerhöhung auf den zuletzt gemeldeten NRV haben wir unser Kursziel für die ERWE-Aktie zwar auf 3,15 Euro reduziert. Auf dieser Basis bietet der Titel dem Anleger aber immer noch ein Potenzial von über 47 Prozent. Daher empfehlen wir nach wie vor, den Anteilsschein der Frankfurter Immobilienspezialisten zu „Kaufen“. Angesichts des geringen Handelsvolumens sollten Orders immer mit einem Limit versehen werden.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>ERWE Immobilien AG</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2019		2020		2021		2022e		2023e	
<b>Ergebnis Immobilienbewirtschaftung</b>	<b>1,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>2,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>4,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>5,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>7,0</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			92,7%		68,0%		26,6%		25,0%	
Personalaufwand	1,8	132,9%	4,9	184,8%	4,3	97,8%	4,5	80,4%	4,8	68,6%
Veränderung zum Vorjahr			168,0%		-11,1%		4,1%		6,7%	
Sonstige betriebliche Erträge	0,8	61,6%	1,2	47,5%	1,2	28,2%	1,0	17,9%	1,0	14,3%
Veränderung zum Vorjahr			48,4%		-0,2%		-19,8%		0,0%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,9	211,4%	4,3	162,0%	3,8	85,2%	4,0	71,4%	4,2	60,0%
Veränderung zum Vorjahr			47,6%		-11,6%		6,1%		5,0%	
Abschreibungen	0,2	12,7%	0,2	9,3%	0,3	7,8%	0,5	8,0%	0,6	7,9%
Veränderung zum Vorjahr			41,0%		41,1%		30,0%		22,2%	
Ergebnis Immobilienbewertung	12,6	920,3%	6,8	257,9%	-2,0	-45,5%	5,0	89,3%	5,0	71,4%
Veränderung zum Vorjahr			-46,0%		-129,6%		348,6%		0,0%	
Ergebnis at Equity bewertete Unternehmen	1,6	120,0%	2,6	99,1%	0,0	-0,4%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr			59,1%		-100,7%		100,0%		0,0%	
<b>EBIT</b>	<b>11,5</b>	<b>844,9%</b>	<b>3,9</b>	<b>148,4%</b>	<b>-4,8</b>	<b>-108,6%</b>	<b>2,7</b>	<b>47,3%</b>	<b>3,5</b>	<b>49,3%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-66,2%		-222,9%		155,2%		30,2%	
Finanzergebnis	-3,3	-242,8%	-6,6	-250,1%	-6,7	-152,6%	-7,1	-126,8%	-7,1	-101,4%
Veränderung zum Vorjahr			-98,5%		-2,5%		-5,2%		0,0%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>8,2</b>	<b>602,1%</b>	<b>-2,7</b>	<b>-101,7%</b>	<b>-11,5</b>	<b>-261,1%</b>	<b>-4,5</b>	<b>-79,5%</b>	<b>-3,7</b>	<b>-52,1%</b>
Steuerquote	-5,9%		103,8%		12,0%		0,0%		0,0%	
Ertragssteuern	-0,5	-35,3%	-2,8	-105,6%	-1,4	-31,4%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>8,7</b>	<b>637,4%</b>	<b>0,1</b>	<b>3,9%</b>	<b>-10,2</b>	<b>-229,8%</b>	<b>-4,5</b>	<b>-79,5%</b>	<b>-3,7</b>	<b>-52,1%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-98,8%		-9979,3%		56,2%		18,0%	
Anteile Dritter	0,4		-0,2		-1,0		-0,4		-0,3	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>8,3</b>	<b>605,4%</b>	<b>0,3</b>	<b>9,8%</b>	<b>-9,2</b>	<b>-208,1%</b>	<b>-4,0</b>	<b>-72,0%</b>	<b>-3,3</b>	<b>-47,2%</b>
Veränderung zum Vorjahr			-96,9%		-3675,7%		56,2%		18,0%	
Gewichtete Anzahl der Aktien im Umlauf	16,563		16,563		17,212		21,765		24,563	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>0,50</b>		<b>0,02</b>		<b>-0,53</b>		<b>-0,19</b>		<b>-0,13</b>	

**Hinweis:** Es können insbesondere bei Summenbildungen Rundungsdifferenzen auftreten.

## **Aktionärsstruktur**

RW Property Investment GmbH (Rüdiger Weitzel)	28,2%
Stapelfeld KG (Axel und Nicole Harloff)	25,8%
Elbstein AG (John Frederik Ehlerding)	12,5%
VGHL Management GmbH (Axel und Nicole Harloff)	8,1%
Karl Ehlerding	4,4%*
Ingrid Ehlerding	4,4%*
ERWE Real Estate GmbH (Rüdiger Weitzel)	3,0%
Karl Philipp Ehlerding	2,8%*
Streubesitz	10,8%

\*: Auf Basis der letzten Stimmrechtsmitteilungen unter der Annahme, dass keine Teilnahme an der Kapitalerhöhung aus Juli 2021 erfolgte.

## **Termine**

August 2022	Halbjahreszahlen 2022
November 2022	Zahlen drittes Quartal 2022

## **Kontaktadresse**

ERWE Immobilien AG  
Herriotstraße 1  
D-60528 Frankfurt am Main

Email: [info@erwe-ag.com](mailto:info@erwe-ag.com)

Internet: [www.erwe-ag.com](http://www.erwe-ag.com)

## **Ansprechpartner Investor Relations:**

Herr Hans-Christian Haas

Tel.: +49 (0) 69 / 96376869 - 25

Fax: +49 (0) 69 / 96376869 - 30

Email: [h.haas@erwe-ag.com](mailto:h.haas@erwe-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
25.04.2022	2,10 €	Kaufen	3,80 €
19.11.2021	3,24 €	Kaufen	4,25 €
01.09.2021	3,36 €	Kaufen	4,15 €
01.06.2021	3,46 €	Kaufen	4,35 €
15.04.2021	3,80 €	Halten	4,15 €
03.12.2020	4,32 €	Halten	4,35 €
04.09.2020	3,26 €	Kaufen	4,25 €
20.07.2020	3,20 €	Kaufen	4,00 €

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 31.03.2022):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	62,3%	75,0%
Halten	32,1%	25,0%
Verkaufen	5,6%	0,0%

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

Firma	Disclosure
ERWE Immobilien 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](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.