

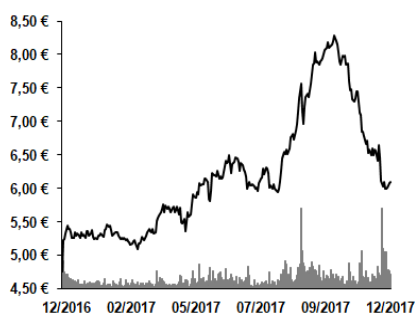
Akt. Kurs (05.12.2017, 13:20 Uhr, Xetra): 5,95 EUR – Einschätzung: **Kaufen (Halten)** – Kursziel 12 Mon.: **7,50 (6,00) EUR**

**Branche:** Sport & Freizeit (Fußball)  
**Land:** Deutschland  
**ISIN:** DE0005493092  
**Reuters:** BVB.DE  
**Bloomberg:** BVB:GR

## Kurzportrait

Die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA betreibt das Profifußballgeschäft des Bundesliga-Vereins Borussia Dortmund („BVB“). Daneben bestehen Aktivitäten in verwandten Bereichen wie Sportbekleidung, Medien, Reise- und Reha-Angebote.

**Kurs 12 Mon.:** 8,36 €    **Hoch**    **Tief**  
**Aktueller Kurs:** 5,95 €  
**Aktienzahl ges.:** 92.000.000  
**Streubesitz:** 60,2%  
**Marktkapitalis.:** 547,8 Mio. €



## Anlagekriterien

### Umsatzrekord im Geschäftsjahr 2016/17

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016/17 (bis 30.06.) erreichte Borussia Dortmund mit 405,7 Mio. Euro einen neuen Umsatzrekord. Im Vorjahr hatte die Gesellschaft Erlöse von 376,3 Mio. Euro erwirtschaftet, sodass sich der Zuwachs auf 7,8 Prozent belief. Als klarer Wachstumstreiber fungierte dabei der Bereich TV-Vermarktung.

Die Erlöse aus dem Spielbetrieb verringerten sich auf 43,9 (Vj. 46,8) Mio. Euro. Dabei blieben die Umsätze aus dem nationalen Spielbetrieb mit 27,0 (27,1) Mio. Euro nahezu auf Vorjahresniveau, obwohl in einem Heimspiel der Ausschluss der Zuschauer der Südtribüne erfolgte. Aus dem internationalen Wettbewerb vereinnahmte Borussia Dortmund 9,5 (13,4) Mio. Euro, da weniger Heimspiele absolviert wurden. Im Bereich Pokal fielen Umsätze von 5,3 (3,7) Mio. Euro an, daneben gab es noch Erlöse aus Freundschaftsspielen sowie der im Juni 2016 durchgeführten Asienreise in Höhe von 2,2 (2,5) Mio. Euro.

Im Bereich Werbung kam Borussia Dortmund um 3,2 Prozent auf 87,4 (84,6) Mio. Euro voran. Mit der Eurowings Aviation GmbH und der Zumtobel Lighting GmbH konnten zwei neue Champion-Partner gewonnen werden. Aber auch die Asienreise brachte der Borussia neue Sponsoren im asiatischen Raum ein.

Zu einem kräftigen Zuwachs kam es bei den Erlösen aus der TV-Vermarktung. Vor allem durch die Teilnahme an der Champions League und die höhere Ausschüttung aus dem Auslandstopf in der nationalen TV-Vermarktung kletterten die Erlöse von 82,6 auf 125,8 Mio. Euro. Aber auch der DFB-Pokalsieg und die Teilnahme am DFL-Supercup wirkten sich positiv aus. Auf die nationale TV-Vermarktung entfielen 66,1 (60,8) Mio. Euro und auf die Umsätze aus den nationalen Pokalwettbewerben 8,6 (4,4) Mio. Euro. Einen massiven Sprung vollzogen die Erlöse aus der internationalen TV-Vermarktung, die von 17,2 auf 51,0 Mio. Euro zulegten.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr verringerten sich die Umsätze im Transfergeschäft von 95,0 auf 77,3 Mio. Euro. Die Erlöse entfielen vor allem auf die Verkäufe von Henrikh Mkhitaryan, Matthias Ginter, Gustavo Adrián Ramos Vásquez, Jakub Blaszczykowski, Pascal Stenzel, Moritz Leitner und Jon Gorenc Stankovic. Der Transfer von Ousmane Dembélé erfolgte erst Ende August 2017 und wird somit die Zahlen des laufenden Geschäftsjahres maßgeblich beeinflussen.

Mit 39,5 (39,1) Mio. Euro zeigten sich die Umsätze im Bereich Merchandising kaum verändert. Im Bereich Conference, Catering, Sonstige vereinnahmte Borussia Dortmund 31,9 Mio. Euro, was gegenüber dem Vorjahreswert von 27,5 Mio. Euro einen deutlichen Zuwachs bedeutete.

## Kennzahlen (KGaA)

	15/16	16/17	17/18e	18/19e
<b>Umsatz</b>	376,3	405,7	512,4	441,3
<i>bisher</i>	---	376,4	406,3	---
<b>EBIT</b>	36,4	10,7	72,7	15,7
<i>bisher</i>	---	13,7	19,3	---
<b>Jahresüb.</b>	29,2	8,2	52,9	10,6
<i>bisher</i>	---	9,5	14,0	---
<b>Erg./Aktie</b>	0,32	0,09	0,58	0,12
<i>bisher</i>	---	0,10	0,15	---
<b>Dividende</b>	0,06	0,06	0,08	0,08
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	18,8	66,7	10,3	51,5
<b>Div.rendite</b>	1,0%	1,0%	1,3%	1,3%

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)

Auf der Kostenseite erhöhte sich der Materialaufwand nur geringfügig auf 25,9 (25,7) Mio. Euro. Dagegen verzeichnete der Personalaufwand abermals einen kräftigen Anstieg auf 177,9 (140,2) Mio. Euro. Hier wuchsen vor allem die Aufwendungen für die Lizenzmannschaft sowie Trainer- und Betreuerstab um 32,4 Prozent. Mit 146,9 (110,9) Mio. Euro machte dies auch die mit Abstand größte Position aus. Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen kam es zu einem Zuwachs auf 132,0 (127,2) Mio. Euro, was vor allem auf höhere Ausgaben für Werbung und gestiegene Verbandsabgaben sowie wachsende Ausgaben für den Ordnungsdienst zurückzuführen war.

Infolge der gestiegenen Aufwendungen verringerte sich das EBITDA im vergangenen Geschäftsjahr von 86,7 auf 74,1 Mio. Euro. Die Investitionen in den Kader ließen auch die Abschreibungen weiter ansteigen. In Summe erhöhten sich diese auf 63,4 (50,2) Mio. Euro, wovon allein 51,9 (39,4) Mio. Euro auf immaterielle Vermögenswerte entfielen. Durch die deutlich höheren Abschreibungen ging das EBIT kräftig auf 10,7 Mio. Euro zurück. Vor Jahresfrist hatte Borussia Dortmund ein EBIT von 36,4 Mio. Euro ausgewiesen. Das Ergebnis nach Steuern und Anteilen Dritter sank ebenfalls von 29,2 auf 8,2 Mio. Euro. Entsprechend ging das Ergebnis je Aktie von 0,32 auf 0,09 Euro zurück. Auf dieser Basis sollen die Aktionäre für das vergangene Geschäftsjahr eine unveränderte Dividende von 0,06 Euro je Aktie erhalten.

### **Gewinnexplosion im ersten Quartal 2017/18**

Im ersten Quartal (01.07.-30.09.) des laufenden Geschäftsjahres 2017/18 verzeichnete Borussia Dortmund eine äußerst positive Entwicklung. Der deutliche Umsatzzuwachs von 77,3 Prozent auf 224,8 (Vj. 126,8) Mio. Euro war dabei vor allem getrieben durch Transfergeschäfte. Bei den Erlösen aus dem Spielbetrieb erreichte die Gesellschaft eine Steigerung auf 10,6 (8,5) Mio. Euro. Die Erlöse aus Werbung konnten ebenfalls deutlich auf 21,3 (17,8) Mio. Euro ausgeweitet werden. Hier spiegelten sich die Erweiterung des Werbevertrags mit Opel und die Gewinnung neuer Partner wider.

Die Erlöse der nationalen TV-Vermarktung erhöhten sich infolge des neuen TV-Vertrags und eines neuen Verteilermodells. In Summe kamen die gesamten Umsätze aus der TV-Vermarktung von 38,3 auf 43,2 Mio. Euro voran. Dagegen sanken die Erlöse aus Merchandising auf 8,7 (9,2) Mio. Euro und auch die Umsätze im Bereich Conference, Catering, Sonstige gingen von 7,8 auf 5,8 Mio. Euro zurück.

Einen wahren Sprung vollzogen die Erlöse aus Transfergeschäften, die sich von 45,2 Mio. Euro auf 136,2 Mio. Euro mehr als verdreifachten. Dies war vor allem auf den Transfer von Ousmane Dembélé zurückzuführen. Bedingt durch die geringeren Umsätze im Bereich Merchandising sank auch der Materialaufwand auf 5,6 (5,8) Mio. Euro. Der Personalaufwand erhöhte sich dagegen im ersten Quartal erneut auf 43,9 (38,4) Mio. Euro, wobei der Anstieg weitgehend auf höheren Aufwendungen für den Spielbetrieb basierte.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen kletterten aber auch kräftig auf 94,4 (43,4) Mio. Euro. Der Zuwachs resultierte aus höheren Aufwendungen für Transfergeschäfte inklusive der darin enthaltenen Restbuchwerte der veräußerten Spieler. Trotzdem legte das EBITDA deutlich auf 81,4 (40,1) Mio. Euro zu. Bei den Abschreibungen gab es ebenfalls einen weiteren Anstieg auf 18,9 (16,1) Mio. Euro. Dadurch verbesserte sich das EBIT im Auftaktquartal auf 62,5 (24,1) Mio. Euro. Das Periodenergebnis nach Steuern sprang entsprechend ebenfalls von 20,7 auf 52,6 Mio. Euro. Im Gleichklang erhöhte sich das Ergebnis je Aktie von 0,22 auf 0,57 Euro.

### **Sportlich eingetrübtes Bild**

Borussia Dortmund gelang ein hervorragender Start in die Bundesligasaison 2017/18. Nach sieben Spielen wies die Mannschaft 19 Punkte auf und lag damit bereits 5 Punkte vor den Verfolgern. Danach setzte jedoch eine sportlich negative Entwicklung ein. In den folgenden sieben Spielen verzeichnete Borussia Dortmund lediglich 3 weitere Punkte, sodass die Mannschaft aktuell mit 22 Punkten lediglich noch den 6. Tabellenplatz belegt.

Im DFB-Pokal wurde auch die zweite Hürde beim Auswärtsspiel in Magdeburg souverän gelöst und damit steht die Mannschaft wieder unter den letzten 16. Allerdings wartet hier in der kommenden Runde ein Auswärtsspiel bei Bayern München. Absolut enttäuschend ist dagegen die Entwicklung in der prestigee- und finanzträchtigen Champions League. Nachdem die ersten beiden Spiele gegen Real Madrid und Tottenham verloren wurden, kam Dortmund auch bei den beiden Partien gegen APOEL Nikosia jeweils nicht über ein Unentschieden hinaus. Da der BVB dann auch das Heimspiel gegen Tottenham verloren hat, geht es morgen gegen Real Madrid zumindest um die Absicherung des dritten Platzes, um sich für den weiteren Verlauf der Europa League zu qualifizieren.

### **GSC-Schätzungen angepasst**

Nachdem das Ergebnis im vergangenen Geschäftsjahr etwas hinter den Erwartungen zurückblieb, startete Borussia Dortmund mit einem spektakulären Transfer in 2017/18. Vor allem getrieben durch den Dembélé-Transfer rechnen wir im aktuellen Jahr mit einem Umsatzsprung von 26,3 Prozent auf 512,4 Mio. Euro. Als Folge davon gehen wir auch beim EBIT von einem massiven Anstieg auf 72,7 Mio. Euro aus. Entsprechend sollte auch der Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter auf 52,9 Mio. Euro entsprechend 0,58 Euro je Aktie klettern. Bei der Dividende rechnen wir daher mit einer Anhebung auf 0,08 Euro je Aktie.

Im Folgejahr 2018/19 gehen wir von einem Umsatzrückgang auf 441,3 Mio. Euro aus. Allerdings sind hierin lediglich normalisierte Transfererträge enthalten. Auf dieser Basis prognostizieren wir das EBIT auf 15,7 Mio. Euro. Den Jahresüberschuss nach Steuern und Anteilen Dritter schätzen wir auf 10,6 Mio. Euro entsprechend einem Ergebnis je Aktie von 0,12 Euro. Auf dieser Basis können wir uns eine unveränderte Dividendenausschüttung von 0,08 Euro je Aktie vorstellen.

### **Bewertung und Fazit**

Nach dem äußerst erfolgreichen Start in die neue Bundesliga-Saison ist Borussia Dortmund aktuell von der Erfolgsspur abgewichen. Lediglich drei Punkte aus den letzten sieben Partien können keinesfalls zufriedenstellen. In den kommenden drei Spielen bis zur Winterpause muss der BVB nun endlich wieder Siege einfahren, um in der Bundesliga nicht noch weiter an Boden zu verlieren. Trotz der jüngsten sportlichen Misserfolge gehen wir angesichts des in der Mannschaft vorhandenen Potenzials jedoch auch in dieser Saison von einer Qualifikation für die finanziell bedeutsame Champions League aus.

Wenig erbaulich verlief allerdings bisher das sportliche Geschehen in der aktuellen Champions League. Hier geht es nur noch darum, wenigstens den dritten Platz in der Gruppe zu sichern, um zumindest weiter Europa League spielen zu können. Für einen weiteren Verbleib im DFB-Pokal ist mit dem Auswärtsspiel bei Bayern München ebenfalls eine hohe Hürde zu nehmen.

Positiv entwickeln sich weiterhin die Erlöse aus dem TV-Vertrag. Dieser wird Borussia Dortmund auch in den kommenden Jahren steigende Einnahmen bescheren. Aber auch im Bereich Werbung kommt Borussia Dortmund angesichts der starken Markenbekanntheit weiter voran. Immer stärker in den Vordergrund rücken jedoch die Transfererlöse, die mittlerweile astronomische Summen erreichen. Angesichts des derzeit bestehenden Verkäufermarktes sehen wir hier für Borussia Dortmund mit der Vielzahl an talentierten jungen Spielern noch enormes Potenzial.

Unsere Prognosen sind vor diesem Hintergrund mit hohen Unsicherheiten behaftet. Insgesamt erwarten wir bei Borussia Dortmund aber eher positive Ausreißer nach oben. Die Internetseite [www.transfermarkt.de](http://www.transfermarkt.de) veranschlagt den Wert des BVB-Kaders aktuell auf fast 440 Mio. Euro. Bei den jüngst gezahlten Ablösesummen erscheint uns dieser Wert derzeit zu konservativ. Zunehmende Bedeutung messen wir auch dem Markenwert von Borussia Dortmund bei.

Mit Blick auf den noch entwicklungsfähigen Kader sind wir trotz der bislang sportlich durchwachsenen Saison für die weitere Zukunft von Borussia Dortmund positiv gestimmt. Dabei sehen wir die steigenden Einnahmen aus den verfügbaren TV-Geldern sowie Potenziale bei den Transfergeschäften als künftige Wachstumstreiber. Angesichts dessen erhöhen wir unser Kursziel für die BVB-Aktie auf 7,50 Euro und heben unsere Einschätzung nach dem jüngsten Kursrückgang von „Halten“ auf „Kaufen“ an.

## Gewinn- und Verlustrechnung

<b>Borussia Dortmund KGaA</b>										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 30.06.	2014/15		2015/16		2016/17		2017/18e		2018/19e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>276,0</b>	<b>94,2%</b>	<b>376,3</b>	<b>99,1%</b>	<b>405,7</b>	<b>99,0%</b>	<b>512,4</b>	<b>99,2%</b>	<b>441,3</b>	<b>99,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			36,3%		7,8%		26,3%		-13,9%	
Sonstige betriebliche Erträge	17,0	5,8%	3,5	0,9%	4,2	1,0%	4,0	0,8%	4,5	1,0%
Veränderung zum Vorjahr			-79,3%		21,0%		-5,7%		12,5%	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>293,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>379,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>409,9</b>	<b>100,0%</b>	<b>516,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>445,8</b>	<b>100,0%</b>
Veränderung zum Vorjahr			29,6%		7,9%		26,0%		-13,7%	
Verwaltungskosten (Personalaufwand)	117,9	40,2%	140,2	36,9%	177,9	43,4%	193,6	37,5%	198,8	44,6%
Veränderung zum Vorjahr			18,9%		26,9%		8,8%		2,7%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	119,5	40,8%	152,9	40,3%	157,9	38,5%	179,2	34,7%	160,3	36,0%
Veränderung zum Vorjahr			27,9%		3,3%		13,5%		-10,5%	
<b>EBITDA</b>	<b>55,6</b>	<b>19,0%</b>	<b>86,7</b>	<b>22,8%</b>	<b>74,1</b>	<b>18,1%</b>	<b>143,6</b>	<b>27,8%</b>	<b>86,7</b>	<b>19,4%</b>
Veränderung zum Vorjahr			55,9%		-14,5%		93,9%		-39,6%	
Abschreibungen	42,4	14,5%	50,2	13,2%	63,4	15,5%	70,9	13,7%	71,0	15,9%
Veränderung zum Vorjahr			18,4%		26,2%		11,8%		0,1%	
<b>EBIT</b>	<b>13,2</b>	<b>4,5%</b>	<b>36,4</b>	<b>9,6%</b>	<b>10,7</b>	<b>2,6%</b>	<b>72,7</b>	<b>14,1%</b>	<b>15,7</b>	<b>3,5%</b>
Veränderung zum Vorjahr			176,8%		-70,7%		582,1%		-78,4%	
Finanzergebnis	-7,2	-2,4%	-2,1	-0,6%	-1,5	-0,4%	-2,6	-0,5%	-1,6	-0,4%
Veränderung zum Vorjahr			70,7%		26,6%		-68,9%		38,5%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>6,0</b>	<b>2,0%</b>	<b>34,3</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,1</b>	<b>2,2%</b>	<b>70,1</b>	<b>13,6%</b>	<b>14,1</b>	<b>3,2%</b>
Steuerquote	7,8%		14,3%		10,0%		24,5%		24,5%	
Ertragssteuern	0,5	0,2%	4,9	1,3%	0,9	0,2%	17,2	3,3%	3,5	0,8%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>5,5</b>	<b>1,9%</b>	<b>29,4</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,2</b>	<b>2,0%</b>	<b>52,9</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,6</b>	<b>2,4%</b>
Veränderung zum Vorjahr			432,1%		-72,1%		544,7%		-79,9%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0	
Anteile Dritter	0,3		0,2		0,0		0,0		0,0	
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>5,3</b>	<b>1,8%</b>	<b>29,2</b>	<b>7,7%</b>	<b>8,2</b>	<b>2,0%</b>	<b>52,9</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,6</b>	<b>2,4%</b>
Veränderung zum Vorjahr			455,9%		-71,9%		544,7%		-79,9%	
Anzahl der Aktien	92,000		92,000		92,000		92,000		92,000	
<b>Gewinn je Aktie</b>	<b>0,06</b>		<b>0,32</b>		<b>0,09</b>		<b>0,58</b>		<b>0,12</b>	

## Aktionärsstruktur

Evonik Industries AG	14,78%
Herr Bernd Geske	9,09%
BV Borussia 09 e.V. Dortmund	5,53%
SIGNAL IDUNA Allgemeine Versicherung AG	5,43%
Puma SE	5,00%
Streubesitz	60,17%

## Termine

### Finanztermine:

Derzeit sind keine Termine bekannt.

### Spieltermine:

#### Bundesliga Vorrunde Saison 2017/18 (Auszug):

09.12.2017	Borussia Dortmund – SV Werder Bremen	(15. Spieltag)
12.12.2017	1. FSV Mainz 05 – Borussia Dortmund	(16. Spieltag)
16.12.2017	Borussia Dortmund – TSG 1899 Hoffenheim	(17. Spieltag)

#### DFB-Pokal:

20.12.2017 FC Bayern München – Borussia Dortmund

#### Champions League:

06.12.2017 Real Madrid – Borussia Dortmund

## Kontaktadresse

Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA  
Rheinlanddamm 207-209  
D-44137 Dortmund

Internet: [aktie.bvb.de](http://aktie.bvb.de) (Unternehmen) und [www.bvb.de](http://www.bvb.de) (Verein)

### **Ansprechpartner Investor Relations:**

Herr Dr. Robin Steden

Tel.: +49 (0) 231 / 9020 - 2745

Fax: +49 (0) 231 / 9020 - 85746

Email: [aktie@bvb.de](mailto:aktie@bvb.de)

## 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 „Kaufem“ 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
16.03.2017	5,39 €	Halten	6,00 €
13.10.2016	5,18 €	Halten	5,40 €
21.03.2016	4,00 €	Kaufen	4,80 €
15.12.2015	3,99 €	Kaufen	4,80 €

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.2017):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	31,4%	38,9%
Halten	67,2%	61,1%
Verkaufen	1,4%	0,0%

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

Firma	Disclosure
Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA	---

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.