

**Finanzanalyse  
Folgestudie**

**artnet AG, Berlin**

**Anlaß: Vorlage des Neunmonatsberichtes zum 30.09.2008**

**Analyseergebnis**

**KAUF - Aktuelles Kursziel EUR 9,50**

**Branche**

Internetdienstleister

**Internet**

www.artnet.de

**Termine**

Neunmonatsbericht noch nicht bekannt

**Aktienstammdaten**

Börsenkürzel

WKN 690950

ISIN DE0006909500

Bloomberg AYD.ETR

Börsenplätze

Xetra und Frankfurt

Börsensegment

Geregelter Markt / Prime Standard

Kurs

EUR 4,87 (Xetra; 06.11.2008  
Uhr 11:49)  
52-Wochen Hoch EUR 11,46  
52-Wochen Tief EUR 3,54

Aktienanzahl

5.631.067 Stück (unverwässert)

Marktkapitalisierung

EUR 27,1 Mio.

Aktionärsstruktur

Galerie Neuendorf AG, Berlin	26,0%
Schaeffer Immobilien GmbH, Hamburg	11,3%
Artis Capital Management LLC, San Francisco	10,4%
Robert de Rothschild	7,3%
Oliver Schmidt	5,0%
Eigene Aktien	1,4%
Free Float	38,6%

Dividende 2007

keine

SIGNUM Research GmbH

Postfach 11 07 13

40507 Düsseldorf

info@SIGNUM-Research.com

**Wichtig:**

Bitte lesen Sie die Rechtshinweise und die Hinweise auf mögliche Interessenkonflikte am Ende dieser Analyse.

artnet ist in Q3/2008 in USD, in denen ca. 80% der Umsätze fakturiert werden, um 18,7% gewachsen. Dazu haben die artnet Online Auctions als Transaktionsplattform 3,3% beigetragen. artnet sieht in der Ergänzung der artnet websites als reiner Informationsplattform durch die Auktionsplattform artnetonlineauctions.com ein zusätzliches nachhaltiges und erhebliches Marktpotential. Für dessen Erschließung wurden in den vergangenen 5 Quartalen – ab Q3/2007 – die Personalkapazitäten und Entwicklungskosten deutlich erhöht. Demgegenüber ist das Umsatzwachstum im bisherigen Kerngeschäft branchenbedingt auf 15,4% zurückgegangen. In der Folge haben sich die Gewinne – unserer Planungsrechnung nach – vorübergehend deutlich gemindert, sollten aber 2009 wieder das Niveau des Jahres 2007 erreichen. Danach erwarten wir in Abhängigkeit von den Erfolgen der Auktionsplattform zweistellige Umsatzwachstumsraten mit weiter steigenden Margen.

Voraussetzung für steigende Margen ist eine Trendumkehr in der Kennzahl Umsatz pro Mitarbeiter. Diese bewegt sich zwar leicht über den Zahlen von Q4/2007 und Q1/2008, ein nachhaltiger Anstieg steht hier jedoch noch aus.

Die Entwicklung der Zahl der Mitgliedsgalerien in artnet's Galerienetzwerk, dem umsatzstärksten Produkt mit 26% Wachstum in USD in Q3/2008 ist weiterhin sehr erfreulich. So stieg die Mitgliederzahl in 2008 in den ersten 3 Quartalen kontinuierlich um netto 271 Galerien oder 14%.

Artnet plant für 2009 keinen wesentlichen weiteren Personalaufbau, die Kosten sollen ebenfalls auf dem Niveau von 2008 gehalten werden. Entsprechend dürften die Gewinne bei geplanten Umsatzzuwächsen von währungsbereinigt 10% ohne Umsatz Auktionen und den von uns geschätzten TEUR 700 Umsatz Auktionen wieder deutlich ansteigen. Die Wachstumsschätzung von 10% im bisherigen Geschäft berücksichtigt bereits die auch im Kunstmarkt schwierige Wirtschaftslage, da mit artnet.fr, der Datenbank Dekorative Kunst und den Künstlerindices drei neue Umsatzträger bis Q1/2009 bereit stehen.

Für die Bewertung der artnet Aktie halten wir weiterhin ein KGV von 25 für angemessen. Dieses ist begründet durch die starke Marktposition mit teilweiser Monopolstellung und den Wachstums- und Margenerwartungen, die sich besonders auch aus den Online Auctions ergeben. Unser DCF-Modell indiziert einen fairen Wert von EUR 9,98. Dies führt zu einer fairen Werteinschätzung von EUR 9,50 (25 Mal erwarteter Gewinn 2009 von EUR 0,38) nach EUR 12,00 in unserer Studie zum 2. Quartal 2008.

Analyst: Dipl.-Kaufmann Marcus Sühling  
Datum der Veröffentlichung: 14.11.2008  
Redaktionsschluß: 06.11.2008

artnet AG, Berlin

## 1. Wesentliche Ereignisse im 3. Quartal 2008

- Weiterhin gutes Umsatzwachstum in USD von 23% im Neunmonatszeitraum 2008
- Umsatzzanstieg um 15,4% in USD in Q3/2008 zum Vorjahresquartal ohne Umsatz Online Auctions, mit Online Auctions 18,7%
- Umsatzzanstieg des größten Segmentes Galerienetzwerk 26% zum Vorjahresquartal
- Werbeumsätze konjunkturbedingt schwächer in Q3
- Kosten in Q3 im Vergleich zu Q2 nicht weiter angestiegen
- Mitarbeiteranstieg in Q3 um 5 Personen auf 134 weitgehend abgeschlossen
- Auktionsplattform mit Umsatzzanstieg zum Vorquartal um 27% in USD
- Einführung einer Käuferprovision von 10% zusätzlich zur Verkäuferprovision von 10% der artnet Online Auctions vollzogen
- Zahlungsmittelbestand in Q3 in Euro gestiegen, in USD gesunken
- Operativer cashflow nach Abzug aktivierter Entwicklungskosten in Q1-Q3/2008 TUSD -155
- Französische website artnet.fr gestartet
- Galerienetzwerk mit 2.218 Galerien, + 93 in Q3
- Preisdatenbank mit 12.922 Abos, + 441 in Q3
- Start der neuen Produkte Datenbank Dekorative Kunst und Künstlerindices in Q1/2009 geplant

## 2. Einzelheiten

### 2.1 artnet Online Auctions



artnet Online Auctions konnte den Umsatz im 3. Quartal 2008 um 27% in USD gegenüber dem 2. Quartal 2008 steigern. Dies ist nun das zweite vollständige Quartal seit Start der Auktionsplattform Ende Februar. Wesentliche Änderung im 3. Quartal 2008 war die wie angekündigt am 20. August eingeführte Käuferprovision von 10% auf den erzielten Auktionspreis. Damit verdoppelt sich die Umsatzprovision für artnet und der Deckungsbeitrag des Geschäftsbereiches steigt überproportional an unter Berücksichtigung der fixen Kosten der Auktionen wie Bereitstellung der Internetplattform, Werbung sowie Akquisition, Prüfung und Einstellung der Lose.

Nach einem umsatzstarken Juli mit Rekordumsätzen von über TUSD 450 inkl. eines Warhol Siebdrucks für allein TUSD 130 fielen die Umsätze im August und September im Zuge der Einführung der Käuferprovision, welche mit neuen Verträgen verbunden war, wieder deutlich auf unter TUSD 200 zurück. Im Oktober steigen sie jedoch wieder auf ca. TUSD 230 Auktionsumsatz an. Zusätzlich zu den Auktionsprovisionen berechnet artnet USD 25 je eingestellten Los.

#### Abbott Berenice

PORTFOLIO (12): "NEW York III"  
1935

artnet Online Auctions: Dienstag, 07. Oktober 2008  
Verkaufspreis: USD 36.000

artnet AG, Berlin

Die Stückzahlen der eingestellten Lose haben eine tendenziell steigende Tendenz, umgekehrt fällt jedoch die Durchverkaufsrate, also der Anteil der verauktionierten an den eingestellten Losen. Betrug diese Kennzahl anfangs knapp 30%, so liegt sie aktuell um 20%. Entsprechend hat artnet den zwischenzeitig auf 7 Tage verkürzten Auktionszeitraum wieder auf 14 Tage erhöht. Dies sollte sich positiv auf die Verkäufe auswirken.

Hieran sieht man, daß der Erfolg auch von der Feinjustierung einzelner Parameter abhängt. artnet bezeichnet daher die Auktionen weiterhin als Beta Version, die sukzessiv weiterentwickelt wird.

Die Hauptumsätze betreffen erwartungsgemäß Werke der Druckgraphik und Photographie. Die größten Umsätze weisen dabei Druckgraphiken und Photos der bekanntesten Künstler auf, an der Spitze Andy Warhol. Der Markt dieser beiden Kunstgattungen ist sehr groß. Eine Konzentration der Akquisition von Auktionslosen darauf dürfte die Wahrnehmung von artnet Online Auctions bei Galerien und Kunstkäufern als attraktive und effiziente Marktplattform vergrößern und daraus starkes Wachstumspotential generieren.

Sofern sich der positive Trend des Oktobers fortsetzt, ist unsere Umsatzschätzung Online Auctions von TEUR 323 zwar weiterhin ein erreichbares Ziel. Aus Vorsichtsgründen reduzieren wir jedoch unsere Umsatzschätzung 2008 auf TEUR 300, für 2009 von TEUR 1.050 auf 700 und für 2010 von TEUR 2.240 auf 1.200. Die Umsatzzahl für 2009 leitet sich aus einer Schätzung der durchschnittlichen monatlichen Umsätze der Auktionen von TUSD 350 ab. Da im Juli diese Marke bereits um ca. TUSD 100 überschritten wurde, scheint uns die Schätzung nicht zu optimistisch. Die ökonomische Entwicklung beeinträchtigt zwar auch den Kunstmarkt, dürfte aber die von den Verkäufern geforderten Mindestpreise für die Auktionslose bezogen auf ihre untere Wertschätzung prozentual reduzieren. Entsprechend attraktiver wird das Angebot für potentielle Käufer und die Umsätze könnten steigen. Die Einlieferer, zumeist Galerien, haben bei schwierigeren Marktbedingungen eventuell eine höhere Bereitschaft, ein alternatives Angebot wie Online Auctions zu nutzen um Lagerbestände abzubauen und zusätzliche Kunden zu gewinnen.

Insgesamt scheint sich ein wenn auch noch bescheidener so doch nachhaltiger Erfolg von artnet's online Auktionsplattform für Kunst anzukündigen. In einigen Jahren könnten hochpreisige Auktionslose aus Malerei und Plastik die Segmente Graphik und Photos ergänzen und bedeutende Umsätze für artnet erwirtschaften.

## 2.2 Unternehmensentwicklung

Das Umsatzwachstum belief sich in Q3 in USD gerechnet auf 15,4% ohne das Segment Online Auctions. Mit Online Auctions waren es 18,7%. Besonders das Galerienetzwerk als umsatzstärkstes Segment ist mit 26,0% stark gewachsen. Dagegen machte sich die schwache Wirtschaftslage im Rückgang der Werbeerlöse um 5,6% in USD bemerkbar.

artnet AG, Berlin

Die Preistrends der beiden wesentlichen Segmente Galerienetzwerk und Preisdaten haben sich folgendermaßen entwickelt:

Während sich der durchschnittliche monatliche Umsatz pro Mitglieds-galerie im letzten Quartal mit USD 303 auf hohem Niveau halten konnte, fiel der Umsatz pro Preisabonnement auf USD 43, es wurden also eher kleinere Abonnements neu verkauft.

Die Anzahl der Mitgliedsgalerien steigt mit einer Jahresrate von ca. 19%, die Preisdaten Abonnements um ca. 16%.

Die Umsatzkosten und Betriebskosten sind erstmals gegenüber Vorquartal nicht weiter angestiegen, sondern bereinigt um die Kosten der Aktienoptionen um TUSD 98 gesunken. Die Mitarbeiterzahl ist jedoch weiterhin steigend mit 5 zusätzlichen Mitarbeitern zum Vorquartal auf nun 134. Entsprechend ist der Mitarbeiterumsatz pro Monat im Berichtsquartal in TUSD von 13,5 im Vorjahr und 12,1 im Vorquartal auf 11,3 gesunken. Eine Trendwende, die nachhaltig steigende Ergebnisse ankündigt, steht hier noch aus.

**2.3 Ausblick**

Wir schätzen den Umsatzanstieg ohne Umsatz Online Auctions in Q4 und in 2009 auf ca. 10% in USD gemessen. Den durchschnittlichen USD/Euro Wechselkurs schätzen wir auf 1,30 in Q4 und 1,35 in 2009. Der aktuelle Kursanstieg des USD gegenüber Euro dürfte auch durch temporäre Effekte begünstigt sein und könnte sich daher wieder abschwächen. Damit dreht sich der bis Q3/2008 negative Währungseffekt um, die Umsätze würden dann in Euro in 2009 stärker steigen als in USD.

Tabelle 1

artnet AG Planungsrechnung (Konsolidierte GuV)									
Beträge in TEuro	2006		2007		2008		2009		2010
	IST-Werte	Veränderung in %	IST-Werte	Veränderung in %	Prognose	Veränderung in %	Prognose	Veränderung in %	Prognose
Umsatz ohne Auktionen	8.416	+30,7%	11.000	+10,9%	12.200	+18,0%	14.400	+20,0%	17.280
Provision Online Auctions					300		700		1.200
Gesamtumsatz	8.416	+30,7%	11.000	+13,6%	12.500	+20,8%	15.100	+22,4%	18.480
Umsatzkosten	1.719	+20,6%	2.073	+133,0%	4.830	+8,0%	5.220	+10,0%	5.742
Bruttoergebnis vom Umsatz	6.697	+33,3%	8.927	-14,0%	7.670	+28,8%	9.880	+28,9%	12.738
Betriebskosten	4.821	+44,8%	6.980	+0,2%	7.000	+12,1%	7.850	+12,1%	8.800
Betriebsergebnis	1.876	+3,8%	1.947	-65,6%	670	+203,0%	2.030	+93,9%	3.938
Zinsergebnis	37		90		50		70		100
Sonstige Erträge	14		75		15		50		60
EBT	1.927	+9,7%	2.112	-65,2%	735	+192,5%	2.150	+90,6%	4.098
Steuern (ohne lat. Steuern)	107		0		0		0		0
Konzernergebnis	1.820	+16,0%	2.112	-65,2%	735	+192,5%	2.150	+90,6%	4.098
Aktienzahl (voll verwässert)	5.703		5.741		5.690		5.690		5.700
EPS	<b>0,32</b>	+15,6%	<b>0,37</b>	-64,9%	<b>0,13</b>	+192,5%	<b>0,38</b>	+90,2%	<b>0,72</b>

artnet AG, Berlin

Wie unter 2.1 dargestellt, schätzen wir die Umsätze Online Auctions in Q4 auf TEUR 139, in 2009 auf 700 und in 2010 auf TEUR 1.200.

In den Kostenpositionen Umsatzkosten und Betriebskosten, in die wir nun alle drei Betriebskostenarten zusammenfassen, gehen wir von nur noch moderaten Steigerungen aus. Der Grund ist, dass der Personal-aufbau weitgehend abgeschlossen sein sollte. Die um ca. die Hälfte gestiegene Mitarbeiterzahl muß zunächst integriert werden. Die vom Vorstand in vergangenen Geschäftsberichten getätigten Aussagen zur Rationalisierung der Abläufe und Kostensenkungen könnten dann zum Tragen kommen.

Die Aktivierung von selbst erbrachten Entwicklungsleistungen erhöht zunächst das Ergebnis, wird jedoch mit 20% jährlich abgeschrieben. Hier ergeben sich zukünftige Kostenpositionen. Entsprechend fällt der cashflow um die Aktivierung abzüglich deren Abschreibung niedriger aus.

Umsatztreiber sollten die Online Auctions, das Galerienetzwerk sowie neue Produkte wie Indices sein. Hiermit besitzt artnet eine exzellente strategische Ausgangsposition.

In 2009 würde nach unserer Planungsrechnung etwa der Gewinn von 2007 wieder erreicht werden, allerdings bei 37% höheren Umsätzen. Ein Erfolg der Online Auctions in der von uns geschätzten Höhe vorausgesetzt, könnte artnet dynamisch steigende Gewinne erwirtschaften und weitgehend als Dividende ausschütten.

### 3. Bewertung

Tabelle 2

Unternehmenswertberechnung				
Discounted Cashflow Modell in TEuro	2008	2009	2010	2011 ff.
Konzernjahresüberschuß	735	2.150	4.098	4.098
Nettoinvestitionen/Working Capital	-700	-500	-200	
Free Cashflow (FCF)	35	1.650	3.898	4.098
Endwert Terminal Value				61.997
Diskontierungsfaktor	1,020	1,103	1,192	1,192
Barwerte FCF	34	1.496	3.270	52.004
Summe Barwerte (Fair Value)	56.805			
Aktienanzahl	5.690.000			
<b>Fair Value pro Aktie</b>	<b>9,98</b>			

#### Annahmen der Unternehmenswertberechnung

Basiszinssatz (aktuelle Umlaufrendite)	3,61%
Marktrisikoprämie	4,50%
Betafaktor	1,00
CAPM Zinssatz	8,11%
Terminal Value Wachstumsabschlag	1,50%



artnet AG, Berlin

Das DCF Modell wurde hinsichtlich der gefallenen Rentenumlaufrendite, der niedrigeren erwarteten Aktienstückzahl Ende 2008 (inkl. Aktienoptionsausübungen) von 5,69 Mio. und den erwarteten cashflows aus der überarbeiteten Gewinnschätzung angepaßt. Aufgrund der Aktivierung von Entwicklungskosten haben wir nun eine Zeile Nettoinvestitionen / Working Capital Bedarf eingefügt, die mit dem dort geschätzten Finanzbedarf den free cashflow mindert. Das Modell mit unseren Annahmen der Unternehmensbewertung indiziert einen fairen Gegenwartswert von EUR 9,98 pro Aktie. Die Parameter der Sensitivitätsanalyse blieben unverändert.

Tabelle 3

artnet AG Sensitivitätsanalyse DCF Modell			
in EUR pro Aktie	Beta		
	0,8	1,0	1,5
Wachstumsabschlag			
1,0%	10,77	9,34	6,97
1,5%	11,64	9,98	7,32
2,0%	12,67	10,73	7,71



**Ambrosius Bosschaert the Elder**

*Blumenstrauß mit Tulpen, Schwertlilie, Gartennelke, Ringelblume, Rosmarinblättern und anderen Blüten in einem Römer mit Schmetterlingen*  
1608–

Koller Auktionen AG: Freitag, 19. September 2008  
Verkaufspreis: CHF 5.770.000

**Rechtshinweis**

**Der Rechtshinweis ist Bestandteil dieser Finanzanalyse und sollte unbedingt bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen oder durch sie initiiert werden, berücksichtigt werden.**

## Rechtshinweis / Disclaimer

Diese Finanzanalyse wurde durch die SIGNUM Research GmbH erstellt. Sie enthält ausgesuchte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse basiert auf allgemein zugänglichen Informationen und Daten („Informationen“), die als zuverlässig gelten. Die SIGNUM Research GmbH hat die Informationen jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen ausdrücklich keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der SIGNUM Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, ob direkte oder indirekte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt SIGNUM Research GmbH keine Haftung für die in dieser Analyse enthaltenen Aussagen, Prognosen oder sonstigen Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, Strategien, Wettbewerbs- oder Marktlagen, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Die Erstellung und Verbreitung dieser Analyse 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 Analyse gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen informieren und diese befolgen. Obwohl die Analyse sorgfältig erstellt wurde, können Fehler, Ungenauigkeiten, Unvollständigkeiten oder Fehleinschätzungen nicht ausgeschlossen werden. SIGNUM Research GmbH, ihre Gesellschafter, Angestellten oder freien Mitarbeiter übernehmen keinerlei Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Private Anleger mit Wohnsitz in der Bundesrepublik Deutschland, die von dem Inhalt dieser Analyse Kenntnis erhalten, sollten vor einer etwaigen Anlageentscheidung mit ihrem Berater prüfen, ob eine in dieser Analyse enthaltene Empfehlung für eine Anlageentscheidung für sie im Hinblick auf ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse geeignet ist und ob die in der Analyse geäußerten Meinungen geteilt werden. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können jederzeit ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

## Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne unsere schriftliche Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhaltes oder von Teilen.

## Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieser Analyse sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten, Wirtschaftspresse, Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Gesellschaften/Emittenten.

## Ersteller dieser Analyse

Dipl.-Kaufmann Marcus Sühling, Analyst

Verantwortliches Unternehmen: SIGNUM Research GmbH, Düsseldorf.

Layout: Michele Anne Zeh, CH-Windisch

## Anlageempfehlung

**Kauf:** Es wird erwartet, daß der Preis der Aktie in den nächsten 12 Monaten tendenziell um 15% oder mehr steigt

**Halten:** Es wird erwartet, daß der Preis der Aktie in den nächsten 12 Monaten sich unter Schwankungen tendenziell wenig verändert

**Verkauf:** Es wird erwartet, daß der Preis der Aktie in den nächsten 12 Monaten tendenziell um 15% oder mehr fällt

**N/A:** Die Einschätzung der Aktie wird ausgesetzt.

**Übersicht über unsere Analyseergebnisse für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten**

Erstanalyse Datum 20.02.2008, Analyseergebnis: Kauf EUR 11,25

Folgestudie Datum 26.05.2008, Analyseergebnis: Kauf EUR 12,50

Folgestudie Datum 28.08.2008, Analyseergebnis: Kauf EUR 12,00

Folgestudie Datum 14.11.2008, Analyseergebnis: Kauf EUR 9,50

Folgende mögliche Interessenkonflikte sind bei dieser Finanzanalyse zu berücksichtigen. Sie können mit folgenden, in der Analyse genannten Gesellschaften existieren:

**Gesellschaft:** artnet AG, Berlin

**Zutreffende Nr.:** 3, 7

1. SIGNUM Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten direkt oder indirekt eine Beteiligung in Höhe von mindestens 1% am Grundkapital an dem besprochenen Emittenten
2. SIGNUM Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten direkt oder indirekt eine Nettoverkaufsposition in Höhe von mindestens 1% am Grundkapital an dem besprochenen Emittenten
3. Die Finanzanalyse zu dieser Gesellschaft wurde im Auftrag des Emittenten oder einer dieser Gesellschaft nahe stehenden Person von SIGNUM Research GmbH erstellt
4. SIGNUM Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Analyse sind
5. SIGNUM Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen haben gegen Vergütung Dienstleistungen im Investment Banking oder IR-bezogene Dienstleistungen gegenüber dem besprochenen Emittenten erbracht
6. Die Analyse wurde vor Weitergabe oder Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.
7. Der oder die Verfasser dieser Finanzanalyse oder einer ihrer Mitarbeiter halten unmittelbar Wertpapiere oder hierauf bezogene Derivate dieser Gesellschaft
8. Ein Mitglied der Geschäftsleitung oder ein Mitarbeiter der SIGNUM Research GmbH und/oder einer Tochtergesellschaft sind Mitglied im Vorstand/Aufsichtsrat dieser Gesellschaft
9. SIGNUM Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen erwarten bzw. streben in den nächsten drei Monaten Vergütungen von dieser Gesellschaft für Dienstleistungen im Investment Banking oder für IR-bezogene Dienstleistungen an.

#### Zuständige Aufsichtsbehörde

Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)  
Lurgiallee 12  
60439 Frankfurt

#### Impressum

SIGNUM Research GmbH  
Postfach 11 07 13  
40507 Düsseldorf

#### Email

info@SIGNUM-Research.com

Durch Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Empfänger die  
Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.

SIGNUM RESEARCH GMBH