

Unternehmensstudie

Zur Rose AG

Vom 23.05.2011

Einschätzung

Mit dem Versandhandel trägt Zur Rose zur Senkung der Gesundheitskosten bei. Dies alleine müsste eigentlich für Wachstum sprechen. Die alternde Bevölkerung sowie die zunehmende Anzahl chronisch Kranker, welche sich besonders für den Bezug über den Versandhandel eignen, sind weitere Pluspunkte für Zur Rose. Die Basis für Umsatz- und Gewinnwachstum ist darum gelegt. In Deutschland ist der Markt hart umkämpft. In der Schweiz und in Österreich ist Zur Rose Marktführer, der Wettbewerb dürfte sich aber auch intensivieren. Das Geschäft mit den selbstdispensierenden Ärzten (entsprechend den Ärzten, die selbst Medikamente verkaufen) ist unsicherer. Einerseits könnte die Selbstdispensation zukünftig in neuen Städten bzw. Kantonen zulässig werden. Andererseits könnte ein neues Heilmittelgesetz die Selbstdispensation zukünftig verbieten.

Das Wachstumspotenzial von Zur Rose ist gross. Die Margen im Handel mit Arzneimitteln sind aber eng. Zum Auffangen von Fehlentscheidungen besteht darum wenig Potenzial, wie das Jahr 2008 im deutschen Versandhandelsgeschäft eindrücklich gezeigt hat. Zur Rose hat die Probleme allerdings beseitigt und ist auf die Erfolgsspur zurückgekehrt. Um das langfristige EBIT-Margenziel von 4% zu erreichen, muss Zur Rose deutlich wachsen und ihre Versandlogistik bestmöglich auslasten. Gelingt dies, haben die Aktien Steigerungspotenzial, auch wenn der aktuelle Kurs von 24,50 CHF bereits einiges an Wachstum vorwegnimmt.

Branche: Gesundheitsdienstleistung

Valorennummer: 4'261'528

Notierung: BEKB

Aktienkurs in CHF: 24.50

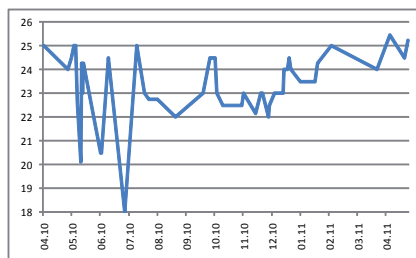
Marktkapitalisierung in Mio. CHF: 79.75

Aktienkapital in Mio. CHF: 18.716,
eingeteilt in 3'255'023 Namenaktien
à nom. 5.75 CHF

Grösste Aktionäre:
breit gestreut

Kennzahlen pro Namenaktie

Reingewinn 09: 12.47 CHF
Reingewinn 10: 1.10 CHF
ausgew. Buchwert 09: 28.92 CHF
ausgew. Buchwert 10: 25.74 CHF
Dividendenrendite 10: 5.10%
KGV/(P/E) 10: 22.27
EV/EBITDA 10: 9.70
Höchst/Tiefst (52 Wochen): 28/18 CHF



Kontakt:

Walzmühlestrasse 60, 8500 Frauenfeld
Tel.: +41 (0)52 724 00 20
Fax: +41 (0)52 724 00 15
Internet: www.zur-rose.ch
e-Mail: info@zur-rose.ch

Das Unternehmen

Zur Rose AG

Zur Rose wurde 1993 als Ärztgrossist gegründet. Seit 2001 ist Zur Rose auch im Versand von rezeptpflichtigen und rezeptfreien Medikamenten sowie Gesundheitsprodukten tätig. Die rezeptpflichtigen Medikamente werden mit dem Begriff RX und die nicht rezeptpflichtigen Medikamente sowie die Gesundheitsprodukte mit dem Begriff OTC dargestellt. Gemessen am Umsatz ist das Ärztegeschäft das grössere Geschäftsfeld. Im Jahr 2010 machte dies 63% des Gruppenumsatzes aus. Der Anteil des Versandgeschäfts wächst jedoch zunehmend. Im Jahr 2006 setzte Zur Rose noch 28% mit dem Retail-Geschäft um, im Jahr 2010 waren es bereits 37%.

Als Ärztgrossist beliefert Zur Rose die sogenannten selbstdispensierenden Ärzte, also Ärzte, die eine Praxisapotheke betreiben. Zur Rose zählt in diesem Bereich derzeit 3500 Kunden. Rund 25% der in der Schweiz verteilten Medikamente werden durch selbstdispensierende Ärzte abgegeben. Der Marktanteil von Zur Rose in diesem Bereich beträgt rund 25%. Die Selbstdispensation ist politisch umstritten. Gegner kritisieren, dass die Ärzte mit Praxisapotheke einen Anreiz zur Abgabe von (zu) vielen Medikamenten hätten, um ihr Einkommen via Medikamentenverschreibung zu erhöhen. Der soziale Nutzen der Selbstdispensation ist jedoch bewiesen. Ebenso ist in Gebieten mit hohem Anteil Selbstdispensation keine Übermedikamentation festzustellen. Durch den Medikamentenbezug über den Arzt können Patienten je nach Medikament bis zu 15% gegenüber einem Bezug über die herkömmlichen Apotheken einsparen – insbesondere auch, weil die Apothekertaxen wegfallen. Jährliche Erhebungen von santésuisse zeigen, dass die Medikamentenkosten pro versicherter Person in Kantonen mit einem hohen Anteil Selbstdispensation deutlich niedriger liegen als in Kantonen mit einem geringen Anteil. Zu den Kantonen mit hohem Anteil gehört die Zentralschweiz, Appenzell, St. Gallen, Thurgau und Glarus. Geringe Verbreitung findet die Selbstdispensation in der lateinischen Schweiz. Zu berücksichtigen gilt

es dabei allerdings, dass die Gesundheitskosten pro Kopf in den ländlichen Gebieten sowieso geringer sind. In Gebieten ohne Selbstdispensation können die Ärzte ihre Rezepte elektronisch an die Versandapotheke Zur Rose übermitteln. Dies steigert die Qualität und reduziert die Fehleranfälligkeit gegenüber handschriftlichen Rezepten. Pro Rezept erhalten die Ärzte eine Entschädigung für ihren Arbeits- und Zeitaufwand.

Im Versandhandel ist die Zur Rose Gruppe sowohl in der Schweiz als auch in Deutschland und Österreich (seit 2011) tätig. Insgesamt beliefert Zur Rose über den Versandhandel rund 1 Mio. Kunden. Schweizweit macht der Medikamentenversand derzeit 2,8% an den verkauften Arzneimitteln aus. Zur Rose ist der Marktführer. Für die Patienten zeichnet sich der Bezug von Medikamenten per Versand gegenüber dem Bezug über die herkömmlichen Apotheken durch deutliche Kosteneinsparungen von rund 20% aus, die Patienten bzw. Krankenkassen sparen können. Der Versandhandel empfiehlt sich insbesondere für Personen mit Dauermedikationen.

In Deutschland ist die Zur Rose Gruppe mit zwei Bereichen aktiv: Als Dienstleister für Versandapotheken, u.a. für die Partnerapotheke Zur Rose, und als Versandapotheke unter der Marke VfG. Unter der Marke Zur Rose wird ein Vollsortiment mit ausführlichem Beratungsservice angeboten. Ergänzend dazu tritt die Tochter VfG als Discounter auf. Im Discountgeschäft werden über 1400 OTC-Artikel zu besonders attraktiven Konditionen angeboten. Die deutsche Niederlassung von Zur Rose ist in Halle (Saale). VfG operiert von Tschechien (Ceska Lipa) aus. In Deutschland niedergelassene Apotheken sind von Gesetzes wegen zur Unterhaltung eines Vollsortiments verpflichtet. Zudem gilt in Deutschland das Fremdbesitzverbot. Dieses untersagt einer Kapitalgesellschaft das Führen einer Apotheke. Zur Rose führt daher in Deutschland keine Apotheke, sondern ist lediglich Logistik- und Marketingpartner eines deutschen Apothekers.

In Deutschland liegt der Anteil des Versandhandels an der gesamten Medikamentenabgabe bei rund 2%. Im Bereich der nicht rezeptpflichtigen OTC-Mittel liegt der Anteil des Versandhandels bereits bei 10%. Rezeptpflichtige Medikamente unterliegen in Deutschland einem Fixpreissystem.

Daher sind mit dem Versandhandel in diesem Bereich keine Preisvorteile erreichbar. Die Marken Zur Rose und VfG gehören im deutschen Versandhandelsmarkt zu den Top Five.

Die Zur Rose Gruppe beschäftigte per Ende 2010 (2009) 321 (326) Mitarbeiter (in Vollzeitstellen). Die Aktien sind weitgehend in den Händen von Ärzten. Insgesamt sind per Ende 2010 (2009) 2002 (1963) Aktionäre an Zur Rose beteiligt. Kein Aktionär hält mehr als 3% der Aktien. Es besteht eine Stimmrechtsbeschränkung von 1%.

Analyse

Zur Rose AG

Das Jahr 2008 war geprägt durch einen substanzialen Umsatz- und Gewinnrückgang in Deutschland, bedingt insbesondere durch Fehler in der Preispolitik und durch den harten Wettbewerb. Es resultierte ein Gruppenverlust in Höhe von -4,4 Mio. CHF. Das Jahresergebnis 2009 war durch mehrere Sonderfaktoren beeinflusst. Zum einen führte der Verkauf von Helvepharm zu einem Veräusserungsgewinn von rund 50 Mio. CHF. Zum anderen erfolgte auf der Tochter VfG ein Goodwill-Abschreiber von 10 Mio. CHF. Insgesamt konnte Zur Rose im Jahr 2009 einen Jahresgewinn von 40,6 Mio. CHF erwirtschaften. Das operative Ergebnis (EBIT) war hingegen mit -4,9 Mio. CHF negativ.

Das Jahr 2010 brachte nun definitiv die Erholung. Trotz einem Umsatzrückgang um 7,6% auf 489,7 Mio. CHF hat Zur Rose mit 7,1 Mio. CHF den zweithöchsten EBIT der Geschichte erreicht (2007 lag der EBIT bei 9 Mio. CHF). Entscheidend für die operativen Verbesserungen ist die Erholung im Geschäft in Deutschland. Seit Mitte 2009 schreibt Zur Rose in Deutschland wieder schwarze Zahlen. Im Hinblick auf die Verbesserung der Profitabilität wurde jedoch bewusst auf Umsatzwachstum verzichtet. Im Schweizer Markt drückten rückläufige Medikamentenpreise auf den Umsatz. Ein steigender Kundenstamm im Versandhandelsgeschäft und im Geschäft mit den selbstdispensierenden Ärzten konnte die rückläufigen Preise nicht kompensieren. Ein leicht negativer Preistrend dürfte anhalten.

Dem Medikamentenversand attestieren Experten weiteres Wachstum. In Deutschland soll der Versandhandel, welcher sich hauptsächlich auf rezeptfreie Medikamente (OTC) bezieht, weiter um 10% pro Jahr wachsen. 2010 war das OTC-Marktvolumen in Deutschland rückläufig. Das Versandvolumen legte hingegen um 6% auf 638 Mio. Euro zu. Der Marktanteil liegt bei 10%. Der Wettbewerb bleibt in Deutschland weiterhin hart umkämpft. Mit

einem Gerichtsentscheid wurde 2010 der Versand von Tierarzneimitteln zulässig. Zur Rose hat derartige Produkte im Sortiment.

In der Schweiz fand der Versandhandel bislang nur mit rezeptpflichtigen Medikamenten (Rx) statt. Das Rx-Marktvolumen liegt bei 4,1 Mrd. CHF. Davon gehen 3,3% über den Versandhandel. Zur Rose hat einen Marktanteil von rund 50%. In Zukunft sollte der Rx-Versandhandelsmarkt in der Schweiz weiter mit 5% jährlich wachsen. Im Januar 2011 ist Zur Rose trotz hoher Eintrittsbarrieren (ärztliche Verschreibung für OTC-Versand notwendig) in den Versandhandel mit OTC-Produkten eingestiegen. Das entsprechende Marktvolumen wird auf rund 1 Mrd. CHF geschätzt. Die Geschäftsleitung von Zur Rose hält es für realistisch, dass der Anteil des Versandhandels am OTC-Markt langfristig auf 10% – wie in Deutschland – steigt. Mit einem Marktanteil von 50% wäre für Zur Rose zukünftig – bei konstantem Marktanteil – ein Umsatzpotenzial von 50 Mio. CHF zu erwarten. Es ist jedoch mittelfristig auch in der Schweiz mit zunehmendem Wettbewerb zu rechnen, da auch Stationär Apotheken ins Versandhandelsgeschäft vorstossen. Die Zur Rose Gruppe sollte jedoch in jedem Fall ihre Grössenvorteile und ihr logistisches Know-how ausspielen können. Rezeptpflichtige Medikamente kann Zur Rose im Vergleich zur Stationär Apotheke derzeit rund 20% günstiger anbieten. Im Jahr 2011 hat das Schweizer Gesundheitssystem darum dank Zur Rose 11 Mio. CHF eingespart. Falls sämtliche Patienten mit Dauermedikationen ihre Mittel über den Versandhandel bestellen würden, liessen sich schweizweit 250 Mio. CHF an Gesundheitskosten einsparen. Für OTC-Produkte rechnet Zur Rose sogar mit Einsparungen von 25-30% gegenüber dem Bezug in der Stationär Apotheke.

Die anhaltende Diskussion um Kosteneinsparungen im Gesundheitswesen müsste eigentlich das Wachstum des Versandkanals zukünftig weiter vorantreiben. Wachstumstreiber sollen eine noch verstärkte Ausrichtung auf chronisch kranke Personen mit Dauermedikation sowie der Beitrag zur Erhöhung der Medikamentensicherheit und Compliance dank elektronischer Rezeptübermittlung sein. Zur Rose arbeitet inzwischen mit über 40 Krankenkassen zusammen, welche ihren Versicherten den Bezug bestimmter Medikamente über Zur Rose nahe legen. Die Wachstumsaus-

sichten sind daher im Geschäftsfeld Versandhandel intakt. Negativ wirkt sich die verstärkte Konkurrenz durch ins Versandgeschäft vorstossende Stationär Apotheken aus. Positiv zu werten ist, dass der Nationalrat in der Frühjahrs session 2008 eine parlamentarische Initiative zur Einschränkung des Versandhandels nicht angenommen hat.

Zur Rose beliefert neu auch Österreich mit OTC-Produkten. Das Marktvolumen liegt bei 500 Mio. Euro. Langfristig dürfte daran ein Versandhandelsanteil von 10% – wie in Deutschland – möglich sein. Zur Rose ist der First Mover und sollte sich darum ein gutes Stück vom Markt sichern können. Zur Rose ist eine Kooperation mit der führenden Drogeriemarktkette Österreichs eingegangen.

Im Ärztegeschäft (Selbstdispensation) konnte sich Zur Rose als einer der beiden Marktführer behaupten. Verstärkt in den Fokus der Zur Rose Gruppe gestellt wurden Gesundheitszentren und Gruppenpraxen. Die Selbstmedikation ist politisch nach wie vor nicht unumstritten. Bei einer Einschränkung der Selbstmedikation in einem bestimmten Marktgebiet würde Zur Rose allerdings nicht den vollen Umsatz verlieren. Es ist damit zu rechnen, dass ein Teil der Medikamentenabgabe über das Versandhandelsgeschäft erfolgen würde. Angesichts der stets zunehmenden Gesundheitskosten bleibt die Selbstmedikation aufgrund ihrer Preisvorteile aber attraktiv. Zur Rose war erfreut, dass das Zürcher Stimmvolk im November 2008 die Volksinitiative „Ja zur Wahlfreiheit beim Medikamentenversand“ angenommen hat. Nun könnten auch Ärzte in den Städten Zürich und Winterthur Medikamente abgeben. Allerdings hat der Apothekerverband des Kantons Zürich bereits Beschwerde beim Bundesgericht eingereicht. Das Bundesgericht hat die Beschwerde inzwischen zwar abgewiesen, es ist jedoch aktuell unklar, ob und wann die Selbstdispensation erfolgen kann. Im Kanton Aargau soll eine Initiative lanciert werden, welche die Selbstdispensation möglich machen würde. Die Selbstdispensation der Ärzte ist ein überwiegend schweizerisches Phänomen, weshalb Auslandsengagements schwierig sind.

2010 hat Zur Rose eine EBITDA bzw. eine EBIT-Marge von 2,8% bzw. 1,4% erreicht. Zum Vergleich: 2007 hatte Zur Rose Werte von 3,2% bzw. 1,7% erreicht. Langfristig strebt die Zur Rose

Gruppe auf Stufe EBIT eine Marge von 4% an. Dazu muss Zur Rose deutlich wachsen und die Profitabilität weiter verbessern. Auf dem Gesamtkapital resultiert für das Jahr 2010 ein Rendite (Zinsaufwand + Jahresgewinn / verzinsliches FK + EK) von 4,6%. Im Rekordjahr 2007 lag die Rendite bei 5,7%. Die Zahlen bestätigen, dass die Zur Rose Gruppe die risikogerechten Kapitalkosten noch nicht verdient. Langfristig strebt die Geschäftsleitung eine Gesamtkapitalrendite von 10% an. Für das Jahr 2009 erhalten die Aktionäre eine einkommenssteuerbefreite Rückzahlung von Kapitalreserven bzw. Agio. Pro Aktie werden 1,25 CHF ausgeschüttet. Dies entspricht einer Gesamtausschüttung von 3,8 Mio. CHF (ohne eigene Aktien). Dieser Betrag liegt über dem Jahresgewinn 2010 von 3,6 Mio. CHF. Die Ausschüttungsrendite von 5% ist darum nicht nachhaltig. Die gesunde Finanzlage lässt die Ausschüttung jedoch zu. 22 Mio. CHF Finanzschulden stehen 11,9 Mio. CHF liquide Mittel gegenüber. Die Nettofinanzverschuldung per 31.12.2010 liegt unter dem EBITDA 2010. Das Eigenkapital macht 56,5% der Bilanzsumme aus.

Der europäische Pharmagrosshändler Celesio AG hat 2010 eine EBITDA-Marge von 2,9% sowie eine EBIT-Marge von 1,1% erreicht. Mit 21 Mrd. Euro ist der Umsatz rund 40 mal grösser als jener von Zur Rose. Die in der Schweiz am ehesten mit Zur Rose vergleichbare Galenica Gruppe erreichte 2010 auf den vergleichbaren Geschäftsfeldern (Retail und Logistics) etwas höhere Margen als Zur Rose: EBITDA 3,6%, EBIT 2,5%. Galenica weist auf Basis der Gewinnerwartung 2011 ein KGV von 15 auf. Es gilt jedoch zu berücksichtigen, dass bei Galenica die Pharma-Produktion der Hauptgewinnlieferant ist. Zur Rose weist bei einem Kurs von 24,50 CHF eine Marktkapitalisierung von knapp 80 Mio. CHF auf. Daraus lässt sich mit dem aktuellen Gewinn ein KGV von 22 ableiten. Für ein KGV von 15 müsste Zur Rose einen Jahresgewinn von 5,3 Mio. CHF erreichen. Dies entspricht einer Steigerung von 48% gegenüber 2010. Damit ist klar, dass die aktuelle Marktbewertung bereits einiges an Wachstum vorwegnimmt. Aufgrund des hohen Automatisierungsgrads von Zur Rose dürfte einiges Wachstum ohne grössere zusätzliche Fixkostenbeiträge realisiert werden können, wovon die Gewinnmargen überproportional profitieren werden.

SWOT Analyse

Zur Rose AG

Stärken

- Wachstumsmärkte
- Grosses Know-how in der Medikamenten-logistik
- Beschränkt konjunkturabhängig, wenig zyklisch
- Innovativ, schon lange im Markt
- Solide Finanzierung

Chancen

- Weiter steigende Gesundheitskosten sollten Geschäftsfelder von Zur Rose stärken
- Politische Hindernisse für Versandhandel sollten daher eher kleiner werden (Entwicklung bei der Selbstdispensation unsicher)
- Erschliessung neuer Märkte im Versandhandel

Schwächen

- Branchenbedingt tiefe Gewinnmarge, welche eher noch sinkt
- Wenig liquider Aktienhandel

Risiken

- Steigende Wettbewerbsintensität und Margendruck
- Ärztegeschäft politisch unter Druck

Bilanz- und Erfolgsrechnung

Zur Rose AG

(in Mio. CHF)	2010	2009	2008
Bilanz			
Umlaufvermögen ohne flüssige Mittel	76.977000	86.117000	103.507000
Flüssige Mittel + Wertschriften	11.864000	17.394000	15.353000
Anlagevermögen	59.385000	68.378000	80.683000
Bilanzsumme	148.226000	171.889000	199.543000
davon Goodwill	23.763000	26.305000	39.478000
kurzfristiges Fremdkapital	57.909000	69.513000	128.736000
langfristiges Fremdkapital	6.532000	8.251000	18.132000
Total Fremdkapital	64.441000	77.764000	146.868000
davon Rückstellungen	0.000000	0.000000	0.000000
Eigenkapital			
Aktienkapital	18.716000	24.413000	24.350000
allg. gesetzliche Reserven	31.372000	31.372000	21.329000
eigene Aktien	-6.484000	-3.147000	-3.294000
Gewinnreserven	40.181000	41.487000	0.290000
Total Eigenkapital	83.785000	94.125000	42.675000
Erfolgsrechnung			
Umsatz Business Unit Ärzte	306.909000	323.900000	314.700000
Umsatz Business Unit Retail	179.419000	200.600000	204.900000
Sonstige	1.941000	5.404000	8.528000
Total Umsatz	488.269000	529.904000	528.128000
EBITDA	13.639000	12.422000	8.558000
EBIT	7.072000	-4.867000	0.580000
Finanzaufwand	2.586000	3.425000	5.089000
Steuern	1.120000	1.054000	1.163000
Reingewinn	3.594000	40.578000	-4.371000
Abschreibungen	6.567000	17.289000	7.978000
Bildung von Rückstellungen	0.000000	0.000000	0.000000
Total Cashflow ausgewiesen	10.161000	57.867000	3.607000

Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschliesslich zur Information. Alle Informationen und Daten aus diesem Report stammen aus Quellen, welche die Swiss Equity Medien AG für zuverlässig hält. Trotzdem kann keine Gewähr für deren Richtigkeit übernommen werden. Darüber hinaus können Informationen unvollständig sein. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch enthält dieses Dokument oder irgendetwas darin die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung. Dieses Dokument wird Ihnen ausschliesslich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an andere Personen weiterverteilt werden.

Eine Anlageentscheidung hinsichtlich irgendwelcher Wertpapiere des Emittenten muss auf Grundlage eines Verkaufsprospektes erfolgen, der vom Emittenten genehmigt und bei der zuständigen Aufsichtsbehörde hinterlegt ist, und darf nicht auf der Grundlage dieses Dokumentes erfolgen.

Die in diesem Dokument besprochenen Anlagen können für den einzelnen Anleger je nach dessen Anlagezielen und finanzieller Lage nicht geeignet sein. Anleger sollten vor der Erteilung eines Auftrages in jedem Fall mit ihrer Bank, ihrem Broker oder ihrem Anlage- oder Vermögensberater Kontakt aufnehmen.

Die Swiss Equity Medien AG und/oder ihre Repräsentanten, Anteilseigner, Führungskräfte und/oder deren Angestellte können eine Long- oder Shortposition in dem beschriebenen Wertpapier und/oder Optionen, Futures und andere Derivate, die auf diesem Wertpapier basieren, oder andere Anlagen, die sich auf in diesem Bericht veröffentlichte Ergebnisse beziehen, halten. Anteilseigner der Swiss Equity Medien AG können diese Wertpapiere am offenen Markt für Kunden oder für eigene Rechnung kaufen und/oder verkaufen. Weiterhin können Swiss Equity Medien AG und/oder ihre Tochter- oder Beteiligungsgesellschaften die in diesem Bericht genannten Gesellschaften beraten oder bereits beraten haben und, soweit im Rahmen gesetzlicher Vorgaben erlaubt, die beinhalteten Informationen und/oder Analysen bereits vor deren Veröffentlichung für eigene Zwecke genutzt haben. Die Swiss Equity Medien AG ist nicht verantwortlich für Konsequenzen, speziell für Verluste, welche durch die Verwendung oder die Unterlassung der Verwendung aus den in diesem Bericht enthaltenen Meinungen und Rückschlüssen resultieren oder resultieren werden.

Die Swiss Equity Medien AG ist ein unabhängiges Medienunternehmen, an dem die BEKB|BCBE keinerlei Beteiligungen hält. Die Analysen werden

von den Mitarbeitenden unabhängig und ohne Einfluss der BEKB|BCBE erstellt. Für den Inhalt ist einzig und allein die Swiss Equity Medien AG verantwortlich.

Der Wert der Anlage, auf den sich dieser Bericht bezieht, kann entweder direkt oder indirekt gegen die Interessen des Anlegers fallen oder steigen. Wenn eine Anlage in einer Währung oder basierend auf einer Währung getätigt wird, die sich von derjenigen Währung, auf die sich dieser Bericht bezieht, unterscheidet, können Wechselkursschwankungen einen nachteiligen Effekt auf den Wert, den Preis und den Erfolg der Anlage haben. Preise und Kursentwicklungen aus der Vergangenheit geben keine Hinweise auf die zukünftige Entwicklung der Anlage. Die Swiss Equity Medien AG übernimmt keine Garantie dafür, dass der angedeutete erwartete Ertrag oder allfällig genannte Kursziele erreicht werden. Änderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieser Bericht basiert, können einen materiellen Einfluss auf die erwarteten Erträge haben. Der Erfolg aus Anlagen unterliegt Marktrisiken.

Dieses Dokument ist im Vereinigten Königreich nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Order 1996 (in derzeit geltender Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass es direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet wird.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Information zu Verflechtungen:

Der Autor dieser Studie ist nicht mit dem untersuchten Unternehmen in irgendeiner Weise verflochten, weder über Beteiligungsbesitz, wesentliche Forderungen, Mandate oder verwandtschaftliche Verhältnisse. Der Verfasser dieser Studie sowie die damit vertrauten Personen dürfen vier Wochen vor Erscheinen der Studie sowie bis zu zwei Wochen nach Erscheinen dieser Studie keine Transaktionen in den Aktien der hier analysierten Gesellschaft tätigen.