

TELEKOMMUNIKATION

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

ecotel communication³⁾⁶⁾

Reuters: E4CG.DE

Bloomberg: E4C GY

Jahr *	Umsatz		Bereinigtes IFRS-Ergebnis je Aktie		Cashflow je Aktie		KGV	KCF	Dividende je Aktie
	Mio. EUR	(Mio. EUR)	EUR	(EUR)	EUR	(EUR)			
2012	94,3	(94,3)	-0,70	(-0,70)	0,21	(0,21)	-	24,0	0,00
2013	91,4	(91,4)	0,42	(0,42)	1,37	(1,36)	15,0	4,6	0,00
2014e	95,0	(92,5)	0,48	(0,49)	1,56	(1,59)	18,0	5,5	0,00
2015e	97,9	(95,6)	0,71	(0,70)	1,92	(1,91)	12,1	4,5	0,00

* Geschäftsjahresende per 31.12. – Werte in Klammern: Angaben aus der letzten Publikation

Erhöhung des Fair Value auf 11 EUR

- » **GB 2013:** ecotel hatte bereits Anfang März vorläufige Eckdaten für 2013 berichtet, die durch Geschäftsbericht nun bestätigt wurden. Der Umsatz lag bei 91,4 Mio. EUR (-3% yoy), das EBITDA bei 6,7 Mio. EUR (-2% yoy), das EBIT bei 3,3 Mio. EUR (vs. 0,4 Mio. EUR in 2012) und das EPS bei 0,42 EUR (vs. -0,70 EUR in 2012).
- » **Ausblick 2014:** Das Management plant einen Konzernumsatz von 85-95 Mio. EUR (DZe: 95 Mio. EUR) und ein EBITDA von 6,5-7,5 Mio. EUR (DZe: 7,4 Mio. EUR).
- » **Mittelfristprognose:** ecotel hat seit längerem das 2015-Mittelfristziel, den Konzernumsatz auf 100 Mio. EUR (DZe: 98 Mio. EUR) und das EBITDA auf 10 Mio. EUR (DZe: 9 Mio. EUR) zu steigern. Diese Finanzziele wurden grundsätzlich bestätigt, allerdings unter der Voraussetzung, dass eine nicht vorhersehbare sechsmonatige Verzögerung bei einer für 2014 geplanten Leitungsmigration bis 2015 wieder kompensiert werden kann. Unsere Planung geht aktuell davon aus, dass sich die Zielerreichung der avisierten Größen in das Jahr 2016 verschiebt. Als wesentliche Treiber für das weitere Wachstum der Gesellschaft sind neben dem Allianz-Großauftrag im B2B-Geschäft auch das im „New Business“ angesiedelte DSL-Privatkundengeschäft der Easybell zu nennen.

Ecotel hat erstmalig einen Ausblick für 2014 formuliert, der im Einklang mit unseren Erwartungen steht. Zudem wurde die Mittelfristprognose für 2015 unter Vorbehalt bestätigt. Wir gehen unverändert davon aus, dass das avisierte EBITDA-Ziel von 10 Mio. EUR erreicht wird, sich die Zielerreichung aber in das GJ 2016 verschiebt. Zusätzlich wurde ein Aktienrückkauf um bis zu 90 TSD Aktien bekannt gegeben. Wir erhöhen den Fair Value von 9 EUR auf 11 EUR und erachten unsere Zielbewertung nach wie vor als sehr moderat, da diese noch immer einen deutlichen MicroCap-Discount beinhaltet.

Ausgewählte Unternehmen	Kurs am 2.4.2014	KGV 14e	15e	EV / EBITDA 14e	15e	EV / Umsatz 14e	Anl.-urteil
ecotel communication	8,62 EUR	18,0	12,1	4,5	3,2	0,35	↑
QSC	3,65 EUR	28,4	16,6	6,7	4,7	1,05	-
United Internet	34,69 EUR	23,9	20,5	13,6	11,8	2,41	↑
Mox Telecom AG	5,11 EUR	-	-	-	-	-	-
freenet	25,59 EUR	13,5	12,4	10,2	9,7	1,13	↑
Median bez. auf alle Vergleichswerte		23,9	16,6	10,2	9,7	1,13	-

↑ = Kaufen, → = Halten, ↓ = Verkaufen, ● = nicht bewertet, n.a. = nicht aussagefähig
Quelle: DZ BANK, I/B/E/S, FactSet

AKTIEN

Flash
3.4.2014

Kaufen (zuvor Kaufen)

Schlusskurs am 2.4.2014

(in EUR): 8,62

Fair Value: 11,00 (zuvor 9,00)

Finanzkennzahlen 2014e:

Buchwert je Aktie (in EUR):	5,83
EK-Quote (in %):	49,1
Nettorendite (in %):	2,4
ROE nach Steuern (in %):	9,9
Dividendenrendite (in %):	0,0
Free Cashflow (in Mio. EUR):	3,0
Net Debt (in Mio. EUR):	0,5

Anzahl Aktien

(Mio. Stück): 3,5

Marktkapitalisierung

(in Mio. EUR): 30,17

Free Float (in %): 22,5

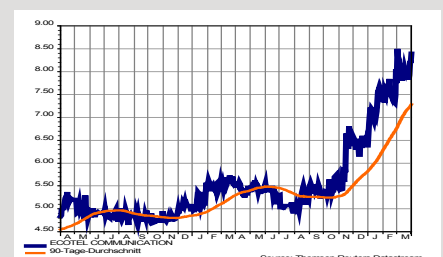
WKN: 585434

ISIN: DE0005854343

Datastream: D:E4CX

Nächster Newsflow:

15.05.2014: Q1 2014



Ersteller: Karsten Oblinger, Analyst

DZ BANK
Zusammen geht mehr.

AUF EINEN BLICK

Unternehmensbeschreibung

Die ecotel communication AG ist ein bundesweit tätiges Telekommunikationsunternehmen mit dem Geschäftsschwerpunkt auf Unternehmenskunden. Neben diesem Kernbereich betreibt der Konzern auch eine Sparte für Wiederverkäuferlösungen und ein wachstumsstarkes "New-Business"-Segment.

Begründung des Anlageurteils

Die künftigen Perspektiven sind durchweg gut. Wir erwarten in den kommenden Jahren deutlich steigende Gewinne. Ein wesentlicher Wachstumstreiber ist ein Großprojekt für den Allianz-Konzern. Diese positiven Aussichten sind in der gegenwärtigen Unternehmensbewertung noch nicht enthalten.

Kursrelevante aktuelle Themen

- » Profitables Wachstum
- » Steigerung der Marge
- » Großaufträge im B2B-Segment
- » Weitere Aktienrückkäufe
- » Weitere Marktanteilsgewinne bei Easybell

Chancen und Risiken

Chancen	Risiken
Abbau der Unterbewertung	Verzögerungen oder sonstige Probleme bei Großprojekten
Konsolidierung	Intensivierung der Wettbewerbssituation
Besser als erwartete Geschäftsentwicklung	Schlechter als erwartete Geschäftsentwicklung
Weitere Großaufträge	

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Mio. Euro	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatzerlöse	94,3	91,4	95,0	97,9	100,0
Bestandsveränd./Eigenleistungen	0,1	0,6	0,5	0,7	0,5
Gesamtleistung	94,4	92,0	95,5	98,6	100,5
% ggü. Vorjahr	12%	-3%	4%	3%	2%
Materialkosten	-69,2	-64,4	-67,3	-68,3	-68,7
Personalkosten	-10,0	-10,6	-10,7	-11,0	-11,2
Sonstige betriebliche Erträge	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9,3	-10,3	-10,1	-10,4	-10,6
Sondererträge/-aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	6,8	6,7	7,4	8,9	10,0
Nachrichtlich: EBITDA bereinigt	3,8	6,7	7,4	8,9	10,0
Abschreibungen	-6,5	-3,4	-3,8	-4,1	-4,2
davon: Goodwillabschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Betriebsergebnis (EBIT)	0,4	3,3	3,6	4,8	5,8
Nachrichtlich: EBIT bereinigt	0,4	3,3	3,6	4,8	5,8
% ggü. Vorjahr	-89%	735%	9%	34%	22%
Finanzergebnis	-1,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1
Ergebnis vor Steuern	-0,9	3,1	3,3	4,6	5,8
Nachrichtlich: EBT bereinigt	-0,9	3,1	3,3	4,6	5,8
% ggü. Vorjahr	-128%		7%	40%	25%
Ertragsteuern (fortgeführt)	-0,8	-1,0	-1,0	-1,5	-1,8
Steuerquote	-87%	31%	31%	32%	32%
Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)	-1,6	2,1	2,3	3,2	3,9
Ergebnis nach Ertragsteuern (nicht fortgeführt)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Ertragsteuern	-1,6	2,1	2,3	3,2	3,9
Ergebnisanteile der Minderheiten	-0,9	-0,6	-0,6	-0,8	-0,9
Ergebnis nach Anteilen Dritter	-2,6	1,5	1,7	2,4	3,1
davon: aus fortgeführten Geschäftsbereichen	-2,6	1,5	1,7	2,4	3,1
davon: aus nicht fortgeführten Geschäftsber.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewicht. dschn. Anz. Aktien, verwäss. (Mio. Stck.)	3,700	3,600	3,500	3,400	3,400
IFRS-Ergebnis je Aktie, verwässert	-0,70	0,42	0,48	0,71	0,91
Bereinigtes Ergebnis je Aktie, verwässert (fortgeführt)	-0,70	0,42	0,48	0,71	0,91

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: ecotel communication und DZ BANK
Schätzung

KENNZAHLEN

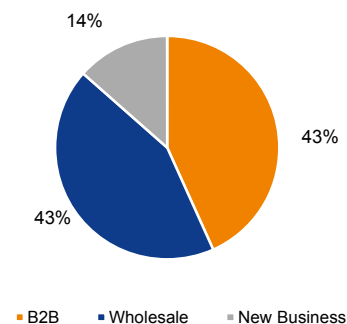
Euro	2012	2013	2014e	2015e	2016e
GuV-Kennzahlen					
Gesamtleistung (in Mio.)	94,4	92,0	95,5	98,6	100,5
EBITDA-Rendite	4,0%	7,3%	7,7%	9,0%	10,0%
EBIT-Rendite	0,4%	3,6%	3,7%	4,9%	5,8%
Nettorendite	-1,7%	2,3%	2,4%	3,2%	3,9%
Investitionsquote	3,0%	8,9%	5,4%	3,0%	2,8%
F&E-Quote					
Sonst. betr. Aufw. u. Ertr. / Gesamtl.	8,8%	11,2%	10,6%	10,5%	10,5%
Finanzergebnis / Gesamtl.	-1,4%	-0,2%	-0,3%	-0,2%	-0,1%
Zinsdeckungskoeffizient	0,3	15,1	12,7	26,7	74,9
Dschn. Umsatzwachstum nächste 5 J.	1,6%	2,3%			
Dschn. Ergebniswachstum nächste 5 J.		20,4%			
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen					
Eigenkapitalrendite (ROE)	-8,5%	10,2%	9,9%	12,1%	13,1%
Betriebskapitalrendite (ROCE)	2,2%	14,2%	15,6%	22,1%	28,7%
Produktivitätskennzahlen					
Umsatz je Mitarbeiter (in Tsd.)	499,54	973,53	483,33	966,35	
EBIT je Mitarbeiter (in Tsd.)	2,09	34,85	23,53	56,15	
Bilanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	45,3%	45,1%	49,1%	54,0%	59,4%
Anlagendeckungsgrad	117,5%	116,6%	111,4%	121,2%	137,1%
Liquidität (Quick Ratio)	119,7%	121,8%	115,1%	126,7%	143,6%
Forderungen / Gesamtl.	13,3%	15,4%	13,6%	13,6%	13,6%
Investitionen / Abschreibungen			136,1%	73,2%	66,7%
Working Capital-Quote	-2,1%	0,0%	-1,8%	-1,8%	-1,8%
Net Debt (in Mio.)	-0,2	3,1	0,5	-3,9	-9,2
Net Debt komplett (in Mio.)	-1,5	2,0	-0,7	-5,0	-10,4
Kennziffern je Aktie					
Ergebnis je Aktie, verwässert	-0,70	0,42	0,48	0,71	0,91
Cash Earnings je Aktie, verwässert	0,21	1,37	1,56	1,92	2,14
Dividende je StA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash je Aktie, verwässert	2,04	1,70	1,93	2,66	3,66
Net Debt je Aktie, verwässert	-0,06	0,86	0,13	-1,13	-2,72
Bewertungskennzahlen					
Enterprise Value / Umsatz	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
Enterprise Value / EBITDA	5,4	4,2	4,5	3,2	2,4
Enterprise Value / EBIT	51,7	8,5	9,3	6,0	4,2
EV/Umsatz zu Umsatzwachstum	0,06	0,20	0,15	0,13	0,11
PEG-Ratio StA			0,88		
Geschäftsjahresende per 31.12.					

Quelle: ecotel communication, DZ BANK Schätzung

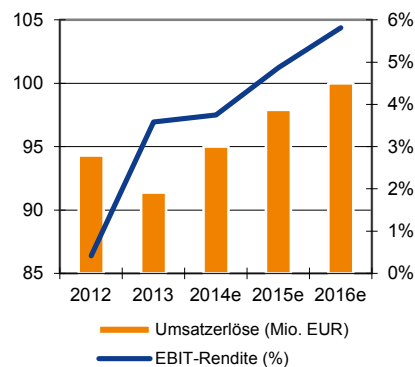
UMSATZ NACH REGIONEN 2012



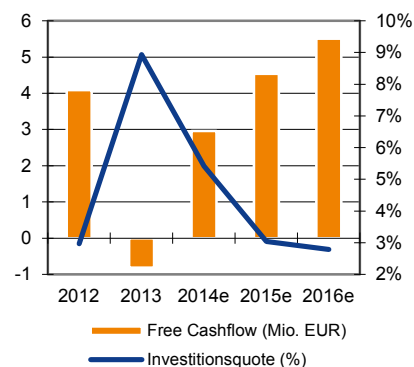
UMSATZ NACH GESCHÄFTSFELDERN 2012



UMSATZ- UND MARGENTWICKLUNG



FREE CASHFLOW UND INVESTITIONSQUOTE



¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

BILANZ

IFRS - in Mio. Euro	2012	2013	2014e	2015e	2016e
AKTIVA					
Langfristige Vermögenswerte	21,1	24,1	25,5	24,4	23,0
Immaterielle Vermögensgegenstände	13,8	13,8	15,3	14,9	14,3
davon Goodwill	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9
Sachanlagen	5,9	9,4	9,3	8,6	7,8
Finanzielle Vermögenswerte	1,4	0,9	0,9	0,9	0,9
Sonst. Forderungen und Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Vermögenswerte	21,5	21,9	21,4	24,1	27,8
Vorräte	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Forderungen aus LuL	12,5	14,2	13,0	13,4	13,7
Finanzielle Vermögenswerte	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1
Sonst. Forderungen und Vermögenswerte	0,0	0,3	0,4	0,4	0,4
Liquide Mittel	7,5	6,1	6,7	9,1	12,4
Zur Veräuß. vorgeseh. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	42,7	46,0	46,9	48,5	50,8
PASSIVA					
Eigenkapital	19,3	20,8	23,0	26,2	30,1
Gezeichnetes Kapital	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6
Rücklagen	13,9	15,1	16,8	19,2	22,3
Sonstiges Eigenkapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minderheitenanteile	1,7	2,0	2,6	3,4	4,2
Eigene Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Verbindlichkeiten	5,5	7,4	5,4	3,4	1,4
Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzielle Verbindlichkeiten	4,8	6,5	4,5	2,5	0,5
Sonstige Verbindlichkeiten	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9
Kurzfristige Verbindlichkeiten	17,8	17,9	18,4	18,9	19,2
Verbindlichkeiten aus LuL	13,0	12,9	13,4	13,8	14,1
Sonstige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzielle Verbindlichkeiten	2,5	2,7	2,7	2,7	2,7
Sonstige Verbindlichkeiten	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4
Schuld. a. zur Veräuß. gehalt. Veräußerungsgruppen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	42,7	46,0	46,9	48,5	50,8
Geschäftsjahresende per 31.12.					

Quelle: ecotel communication und DZ BANK
Schätzung

DAS UNTERNEHMEN IN ZAHLEN

Mio. Euro	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Gewinn- und Verlustrechnung					
Gesamtleistung	94,4	92,0	95,5	98,6	100,5
Materialkosten	-69,2	-64,4	-67,3	-68,3	-68,7
Personalkosten	-10,0	-10,6	-10,7	-11,0	-11,2
Sonst. betr. Erträge/Aufwendungen	-8,3	-10,3	-10,1	-10,4	-10,6
EBITDA	6,8	6,7	7,4	8,9	10,0
Abschreibungen	-6,5	-3,4	-3,8	-4,1	-4,2
davon: Goodwillabschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Betriebsergebnis (EBIT)	0,4	3,3	3,6	4,8	5,8
Finanzergebnis	-1,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1
Ergebnis vor Steuern	-0,9	3,1	3,3	4,6	5,8
Ertragsteuern (fortgeführt)	-0,8	-1,0	-1,0	-1,5	-1,8
Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)	-1,6	2,1	2,3	3,2	3,9
Ergebnis nach Ertragsteuern (nicht fortgeführt)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Ertragsteuern	-1,6	2,1	2,3	3,2	3,9
Ergebnisanteile der Minderheiten	-0,9	-0,6	-0,6	-0,8	-0,9
Ergebnis nach Anteilen Dritter	-2,6	1,5	1,7	2,4	3,1
Bilanz					
Langfristige Vermögenswerte	21,1	24,1	25,5	24,4	23,0
davon Goodwill	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9
Kurzfristige Vermögenswerte	21,5	21,9	21,4	24,1	27,8
davon liquide Mittel	7,5	6,1	6,7	9,1	12,4
Eigenkapital	19,3	20,8	23,0	26,2	30,1
Langfristige Verbindlichkeiten	5,5	7,4	5,4	3,4	1,4
Kurzfristige Verbindlichkeiten	17,8	17,9	18,4	18,9	19,2
Bilanzsumme	42,7	46,0	46,9	48,5	50,8
Kapitalflussrechnung					
CF betrieblich fortgeführt	6,8	6,9	8,1	7,5	8,3
CF betrieblich nicht fortgeführt	0,0	0,0			
CF Investitionen fortgeführt	-2,7	-7,7	-5,1	-3,0	-2,8
CF Investitionen nicht fortgeführt	0,0	0,0			
Free CF fortgeführt	4,1	-0,8	3,0	4,5	5,5
Free CF nicht fortgeführt	0,0	0,0			
CF Finanzierung fortgeführt	-2,8	-0,6	-2,3	-2,2	-2,1
CF Finanzierung nicht fortgeführt	0,0	0,0			
Veränderung der liquiden Mittel	1,3	-1,4	0,6	2,3	3,4
Geschäftsjahresende per 31.12.					

Quelle: ecotel communication und DZ BANK
Schätzung

RESEARCH-TEAM TELEKOMMUNIKATION

Christoph Bast		+49 – (0)69 – 74 47 – 36 33	christoph.bast@dzbank.de
Sven Kürten, CFA		+49 – (0)69 – 74 47 – 92 072	sven.kuerten@dzbank.de
Karsten Oblinger, CEFA		+49 – (0)69 – 74 47 – 99 2 68	karsten.oblinger@dzbank.de

SALES INSTITUTIONELLE

Deutschland, Benelux, Schweiz, Österreich, UK	Kai Böckel	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 28	kai.boeckel@dzbank.de
---	------------	-----------------------------	-----------------------

Equity Sales

Deutschland	Kai Böckel	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 28	kai.boeckel@dzbank.de
Benelux	Lars Wohlers	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 34	lars.wohlers@dzbank.de
Schweiz	Petra Bukan	+49 – (0)69 – 74 47 – 49 92	petra.bukan@dzbank.de
Österreich	Thomas Reichelt	+49 – (0)69 – 74 47 – 67 09	thomas.reichelt@dzbank.de
UK	Lars Wohlers	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 34	lars.wohlers@dzbank.de

Sales Trading

Sales Trading	Marina Semmler	+49 – (0)69 – 74 47 – 13 81	marina.semmler@dzbank.de
---------------	----------------	-----------------------------	--------------------------

DERIVATIVES SALES

Derivatives Sales	Michael Menrad	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 91 95	michael.menrad@dzbank.de
	Berthold Grünebaum	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 91 95	berthold.gruenebaum@dzbank.de

ZUGANG ZU DZ RESEARCH (KONTAKT SEBASTIAN.HORN@DZBANK.DE)

Bloomberg	DZAG <GO>		
Reuters	"DZ Bank" & RCH <NEWS>		

ANSPRECHPARTNER DEPOT A

Depot A Sales Aktien/Rohstoffe	Sven Köhler	+49 – (0)69 – 74 47 – 78 71	sven.koehler@dzbank.de
--------------------------------	-------------	-----------------------------	------------------------

ANSPRECHPARTNER SALES RETAIL

Sales Drittmarkt (In- und Ausland)	Markus Reitmeier	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 23 67	markus.reitmeier@dzbank.de
------------------------------------	------------------	-------------------------------	----------------------------

IMPRESSUM

Herausgeber: DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main

Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorsitzender), Lars Hille, Wolfgang Köhler, Albrecht Merz, Dr. Cornelius Riese (stv.), Thomas Ullrich, Frank Westhoff, Stefan Zeidler

Verantwortlich: Stefan Bielmeier, Leiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main 2014
Nachdruck und Vervielfältigung nur mit Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

ZEITLICHE BEDINGUNGEN VORGESEHENER AKTUALISIERUNGEN

AKTIENANALYSEN

Die DZ BANK führt eine Liste der Unternehmen, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Masterliste") veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Unternehmens ist in der Regel die Zugehörigkeit zu einem nationalen oder internationalen Index. Zusätzlich werden – insbesondere in Deutschland – ausgewählte Unternehmen aus dem Mid- und Small-Cap-Segment berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der DZ BANK, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Unternehmen auf der Masterliste vorzunehmen.

Die Masterliste mit einem aktuellen Kurzkomentar pro Unternehmen wird grundsätzlich wöchentlich erstellt. Zu allen Unternehmen auf der Masterliste werden kursrelevante Ereignisse kommentiert. Ob und warum solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK. Darüber hinaus werden für Werte auf der Masterliste umfangreiche Analysen verfasst. Für welche Unternehmen solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Masterliste aufgeführte Unternehmen die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

BONDANALYSEN, DAS HEISST ANALYSEN ZU UNTERNEHMEN

Die DZ BANK führt Listen der Emittenten, die Anleihen begeben und für die Empfehlungen veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten sind primär die Handelbarkeit und Marktliquidität von Anleihen dieses Emittenten sowie Kundenbedarfe und die Strategie der DZ BANK. Hierbei liegt es allein im Ermessen der DZ BANK, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf den Listen vorzunehmen. Feste, für alle Emittenten geltende Zeitpunkte zur Aktualisierung der Analysen gibt es nicht. Für die auf den Listen stehenden Unternehmen erstellt die DZ BANK wenigstens jährlich eine Einschätzung. Außerdem werden bei Bedarf Kommentierungen erstellt. Ob und warum solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK. Darüber hinaus werden für Emittenten auf den Listen umfangreiche Analysen verfasst. Für welche Unternehmen solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf den Listen aufgeführten Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

DERIVATE, ROHSTOFFE UND ASSET ALLOCATION

Die DZ BANK hat keine festen Zeitpunkte zur Aktualisierung der Analysen von derivativen Finanzinstrumenten und Rohstoffen sowie zur Aktualisierung der Asset Allocation.

Kriterium für die Analyse von Rohstoffen sind unter anderem die Handelbarkeit und Marktliquidität. Für derivative Finanzinstrumente sind dies das passende Marktumfeld und die erwartete Entwicklung des Basiswertes. Bei der Asset Allocation stellen die Entwicklung der betrachteten Marktsegmente sowie deren Interaktion Kriterien dar.

Es liegt ausschließlich im Ermessen der DZ BANK, neue derivative Finanzinstrumente oder Rohstoffe zu beobachten oder die Beobachtung von derivativen Finanzinstrumenten oder Rohstoffen einzustellen. Ebenfalls im Ermessen der DZ BANK liegt die Einbeziehung oder Herausnahme von Marktsegmenten in der Asset Allocation.

Ob und in welchem Umfang die DZ BANK im Rahmen der Analyse von derivativen Finanzinstrumenten und Rohstoffen oder im Rahmen der Asset Allocation Analysen verfasst, liegt allein im Ermessen der DZ BANK.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne Emittenten und/oder Finanzinstrumente die Beobachtung ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Kursangaben werden Datastream und Bloomberg auf Basis der angegebenen Datastream- bzw. Bloomberg-Kürzel entnommen. Es handelt sich um aktuelle Kurse gemäß Datastream- bzw. Bloomberg-Systematik.

ZUSTÄNDIGE AUFSICHTSBEHÖRDE

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Germany

VERANTWORTLICHES UNTERNEHMEN

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main, Germany

VERGÜTUNG DER ANALYSTEN

Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der DZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten gecovert werden.

DIE NACHFOLGENDEN ERLÄUTERUNGEN (1-6) BEZIEHEN SICH AUF DIE ANGEgebenEN HOCHZIFFERN IN DER FINANZANALYSE.

Die DZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- 5) halten Aktien des analysierten Emittenten im Handelsbestand.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Weitere Informationen und Pflichtangaben zu Finanzanalysen finden Sie unter www.dzbank.de

DISCLAIMER

1. a) Dieses Dokument wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland ("DZ BANK") erstellt und von der DZ BANK für die Verteilung in Deutschland und solchen Orten, die nachstehend genannt sind, genehmigt. Die Analysten, die dieses Dokument verfasst haben, sind bei der DZ BANK angestellt oder werden im Auftrag der DZ BANK tätig.
- b) Unsere Empfehlungen stellen keine Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach besten Kräften erstellte Beurteilung der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments wieder und können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Dokument darf in allen Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin beziehungsweise Wertpapiere durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

c) Dieses Dokument wurde Ihnen lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, an andere Personen weiter verteilt oder veröffentlicht werden.

d) Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend geben die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Des Weiteren übernimmt die DZ BANK keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

e) Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden. Die Informationen in diesem Dokument stellen keine Anlageberatung dar. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfoliowalter tätig.

f) Die DZ BANK ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research-Analysten der DZ BANK liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften bestrebt sind bzw. sein werden, Investment Banking- oder sonstige Geschäfte von dem bzw. den Unternehmen, die Gegenstand dieser Studie sind, zu akquirieren, und dass die Research-Analysten, die an der Erstellung dieser Studie beteiligt waren, im Rahmen des geltenden Rechts am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.

g) Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der DZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Wertpapieren oder Futures von Unternehmen haben, die vom Analysten gecovert werden.

2. Spezifische Angaben für die Vereinigten Staaten von Amerika und Kanada:

Dieses Research-Dokument wird US-amerikanischen Investoren durch die DZ BANK gemäß Vorschrift 15a-6 des *Securities and Exchange Act of 1934* zur Verfügung gestellt. Im Falle von Aktienresearch geschieht dies in Kooperation mit Auerbach Grayson and Company, Inc., ein in den USA registrierter Broker-Dealer („Auerbach“). Die Verteilung an US Investoren erfolgt entweder durch Auerbach, entsprechend der Vorschriften der „Financial Industry Regulatory Authority“ der USA oder direkt durch die DZ BANK an große institutionelle Investoren entsprechend der Definition in Vorschrift 15a-6. Im Falle einer direkten Verteilung durch die DZ BANK ist es ausschließlich dazu bestimmt, von diesen gelesen zu werden. Jeder Auftrag zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, die in diesem Dokument analysiert werden, muss bei Auerbach platziert werden. Sie erreichen Auerbach in der 25 West 45th Street, New York, NY 10036, 212-557-4444. Dieses Dokument wurde außerhalb der Vereinigten Staaten von Analysten verfasst, für die möglicherweise keine Vorschriften über die Erstellung von Analysen und die Unabhängigkeit von Research-Analysten gelten, die den Vorschriften entsprechen, die in den Vereinigten Staaten gelten. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen, Schätzungen und Prognosen sind diejenigen der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments und können ohne Mitteilung geändert werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden von der DZ BANK aus Quellen zusammengestellt, die als zuverlässig eingeschätzt wurden; es übernimmt jedoch weder die DZ BANK noch ihre Tochtergesellschaften noch irgendeine andere Person ausdrücklich oder stillschweigend irgendwelche Garantien oder Gewährleistungen bezüglich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit dieses Dokuments. Im Anwendungsbereich der bundesrechtlichen Rechtsvorschriften der Vereinigten Staaten

von Amerika (USA) oder dem Recht der Einzelstaaten der USA geht der vorstehende Garantie-, Haftungs- und Gewährleistungsausschluss der Klausel zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 1 d) vor. Die in diesem Dokument analysierten Wertpapiere/ADRS sind entweder an einer US-amerikanischen Börse notiert bzw. werden am US-amerikanischen Over-the-Counter-Markt oder ausschließlich am Devisenmarkt gehandelt. Diejenigen Wertpapiere, die nicht in den USA registriert sind, dürfen nicht innerhalb der USA oder US-amerikanischen Personen angeboten oder innerhalb der USA oder an US-amerikanische Personen verkauft werden (im Sinne von *Regulation S* und gemäß *Securities Act of 1933* (das „Wertpapiergesetz“), es sei denn, es liegt eine Ausnahme entsprechend des Wertpapiergesetzes vor. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers im Sinne von Abschnitt 5 des Wertpapiergesetzes dar und weder dieses Dokument noch irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitigen Verpflichtung irgendeiner Art. Darüber hinaus ist es nicht zulässig, sich im Zusammenhang mit irgendeinem Vertrag oder einer anderweitigen Verpflichtung auf dieses Dokument oder irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile zu stützen. In Kanada darf dieses Dokument nur an die dort gebietsansässigen Personen verteilt werden, die, befreit von der Prospektspflicht gemäß den im jeweiligen Territorium bzw. der jeweiligen Provinz geltenden wertpapierrechtlichen Bestimmungen, berechtigt sind, Abschlüsse im Zusammenhang mit den hierin beschriebenen Wertpapieren zu tätigen. 3.a) **Spezifische Angaben für Großbritannien:** Die DZ BANK unterliegt hinsichtlich ihrer Verhaltens- und Organisationspflichten der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Soweit allerdings dieses Dokument in Großbritannien verteilt wird, darf es nur an berechnete Gegenparteien (*Eligible Counterparties*) und professionelle Kunden (*Professional Clients*) entsprechend der Definition dieser Begriffe in den FSA (*Financial Services Authority*) Regularien verteilt und an diese gericht sein (diese Personen werden folgend als „relevante Personen“ bezeichnet). Keine anderen als die relevanten Personen sollen auf der Grundlage dieses Dokuments handeln oder darauf vertrauen. Jede Investitionen oder Investmentaktivität, auf die sich dieses Dokument bezieht, steht nur relevanten Personen zur Verfügung und nur relevante Personen können diese Investitionen tätigen.

b) Die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften schließen ausdrücklich alle Bedingungen, Garantien, Gewährleistungen und Bestimmungen (gleich, ob sie auf Gesetz, *Common Law* oder auf anderer Grundlage beruhen) jeglicher Art aus, gleichgültig, ob sie sich auf die Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Information oder der in diesem Dokument vertretenen Meinungen oder Sonstiges beziehen. Ferner übernimmt die DZ BANK keinerlei Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste jeglicher Art, gleichgültig, ob sie aus einer Vertragsverletzung, unerlaubter Handlung (inklusive Fahrlässigkeit), Verletzung einer gesetzlichen Pflicht, Freistellung oder sonstigen Tatbeständen herrühren, welche durch die Veröffentlichung und/oder Nutzung dieses Dokuments entstanden sind. Mit keiner Angabe in diesem Disclaimer ist beabsichtigt, die Haftung für (i) Betrug, (ii) den Tod oder körperliche Verletzungen aufgrund von Fahrlässigkeit, (iii) Verletzung von Bedingungen mit Bezug auf Ansprüche gemäß Abschnitt 2 *Sale of Goods Act 1979* und/oder Abschnitt 2 *Supply of Goods and Services Act 1982*, oder (iv) in Bezug auf Tatbestände, bei denen die Haftung kraft Gesetzes nicht begrenzt oder aufgehoben werden darf, ganz oder teilweise auszuschließen. Im Anwendungsbereich der in England geltenden Rechtsvorschriften geht diese Ziffer 3 b) den Bestimmungen zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 1d) vor.

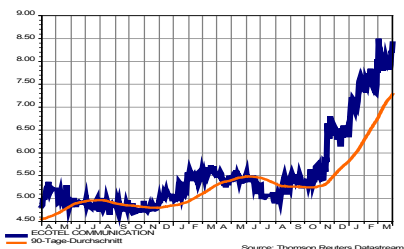
4. **Spezifische Angaben für Italien:** Dieses Dokument darf in Italien nur an Personen weitergeleitet werden, die in Artikel 2 (1) (e) der Richtlinie 2003/71/EG definiert sind („Qualifizierte Anleger“). Andere Personen als Qualifizierte Anleger sollten die Informationen in diesem Dokument weder lesen, noch danach handeln oder sich darauf verlassen. Jegliche Handlungen, die in diesem Dokument genannt werden, werden nur mit oder für Qualifizierte Anleger vorgenommen.

5.a) **Hinweis:** Sämtliche Fair Value-Werte / Kursziele, die für die in dieser Studie analysierten Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, jedoch nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen der DZ BANK bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich die DZ BANK in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden.

b) Die DZ BANK ist ebenfalls berechtigt, während des Analysezeitraums eine andere Studie über das Unternehmen zu veröffentlichen, in der kein Fair Value-Wert / Kursziel angegeben wird, sondern Bewertungsprobleme erörtert werden. Die angegebenen Fair Value-Werte / Kursziele sollten im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten Studien und Entwicklungen, welche sich auf das Unternehmen sowie die Branche und Finanzmärkte, in denen das Unternehmen tätig ist, beziehen, betrachtet werden.

c) Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung des Research Reports. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Emittentin informieren.
 d) Indem Sie dieses Dokument nutzen oder sich gleich in welcher Weise darauf verlassen, akzeptieren Sie die vorstehenden Beschränkungen als für Sie verbindlich. Zusätzliche Informationen über den Inhalt dieser Studie erhalten Sie auf Anfrage.

e) Sollte sich eine Bestimmung dieses Disclaimers unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar herausstellen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Disclaimers; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.



RATING-HISTORIE

Empfehlung	Datum	Kurs
Kaufen	28.9.2011	5,00 EUR