

Telekommunikation

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

ecotel communication⁵⁾⁷⁾⁸⁾⁹⁾¹⁰⁾¹¹⁾¹²⁾

Reuters: E4CG.DE Bloomberg: E4C GY

Jahr *	Umsatz		Bereinigtes IFRS-Ergebnis je Aktie		KGV	Free Cashflow je Aktie		Free Cash- Dividende flow yield je Aktie	
	Mio. EUR	(Mio. EUR)	EUR	(EUR)		EUR	(EUR)	%	EUR
2016	116,6	(116,6)	0,24	(0,24)	33,9	0,67	(0,67)	8,3	0,23
2017e	113,0	(113,0)	0,31	(0,22)	25,7	0,44	(0,35)	5,5	0,23
2018e	115,5	(115,5)	0,41	(0,29)	19,7	0,66	(0,54)	8,2	0,23
2019e	118,0	(118,0)	0,48	(0,40)	16,7	0,85	(0,77)	10,5	0,27

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

Mit dem Q1 2017 kommt eine Anhebung des Gesamtjahresausblicks

- » **Q1 2017:** ecotel ist erfolgreich in das Geschäftsjahr 2017 gestartet. Im Kernsegment B2B konnte der Umsatz im Jahresvergleich von 10,4 Mio. EUR auf 10,6 Mio. EUR gesteigert werden, während der Umsatz des Segmentes New Business mit 4,3 Mio. EUR stabil blieb. Auf Konzernebene ging der Umsatz von 29,9 Mio. EUR auf 26,9 Mio. EUR zurück, was aber nur auf das extrem margenschwache Wiederverkäufergeschäft zurückzuführen ist. Das Konzern-EBITDA lag mit 1,8 Mio. EUR leicht unter dem Vorjahreswert von 1,9 Mio. EUR. Der leichte Rückgang erklärt sich dadurch, dass der Konzern in Q1 2017 wesentliche Vorleistungsinvestitionen- und Aufwendungen für Großprojekte zu verarbeiten hatte, denen noch keine Umsätze gegenüber standen. Dies erklärt auch den Free Cashflow, der mit -0,7 Mio. EUR negativ ausfiel. Das Nettoergebnis lag mit 0,3 Mio. EUR auf Vorjahresniveau.
- » **Ausblick 2017:** Das Management hat den Gesamtjahresausblick für 2017 angehoben und erwartet bei unverändertem Konzernumsatz von 95 -115 Mio. EUR nun ein EBITDA von 7,0 – 8,0 Mio. EUR (zuvor: 6,5-7,5 Mio. EUR / DZe aktuell: 7,5 Mio. EUR).
- » **Kunden/Projekte:** ecotel konnte in den vergangenen Quartalen verschiedene Großaufträge akquirieren. Hierzu gehören u.a. eine Bank, ein großer deutscher Textileinzelhändler und die Drogeriekette ROSSMANN.
- » **Modell/Bewertung:** Wir haben unsere Schätzungen für 2017 ff. angehoben und gelangen auf dieser Basis zu einem neuen Fair Value von 10,5 EUR nach bislang 9,5 EUR.

ecotel ist erfolgreich in das Geschäftsjahr 2017 gestartet und das Management hat mit Vorlage des Quartalsberichts den Gesamtjahresausblick für 2017 angehoben. Positiv hervorzuheben ist aus unserer Sicht zudem die erfolgreiche Akquise von verschiedenen Großkundenprojekten in den vergangenen Quartalen. Wir bestätigen das Anlageurteil Kaufen und erhöhen den Fair Value von 9,50 EUR auf 10,50 EUR.

Ausgewählte Unternehmen	Kurs am 10.5.2017	KGV		EV / EBITDA		EV / Umsatz 17e	Anl.-urteil
		17e	18e	17e	18e		
ecotel communication	8,08 EUR	25,7	19,7	4,1	3,6	0,27	↑
Deutsche Telekom	16,86 EUR	25,0	17,5	7,4	7,0	2,04	↑
United Internet	43,21 EUR	23,6	17,1	11,7	10,3	2,60	↑
QSC	1,86 EUR	–	46,5	8,3	7,4	0,90	–
Telefónica Deutschland	4,11 EUR	–	–	7,4	7,1	1,85	↓
Median bez. auf alle Vergleichswerte		24,3	17,5	7,9	7,3	1,95	–

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

AKTIEN

Flash

Fertiggestellt: 11.5.2017, 14:03

Kaufen (zuvor Kaufen)

Schlusskurs am 10.5.2017 (in EUR): 8,08
Fair Value: 10,50 (zuvor 9,50)

Finanzkennzahlen 2017e:

Buchwert je Aktie (in EUR):	5,56
EK-Quote (in %):	57,3
Nettorendite (in %):	1,8
ROE nach Steuern (in %):	8,5
Dividendenrendite (in %):	2,8
Free Cashflow (in Mio. EUR):	1,6
Net Debt (in Mio. EUR):	-1,6

Anzahl Aktien

(Mio. Stück): 3,5

Marktkapitalisierung

(in Mio. EUR): 28,62

Free Float (in %): 26,1

WKN: 585434

ISIN: DE0005854343

Datastream: D:E4CX

Nächster Newsflow:

28.07.2017: Hauptversammlung

10.08.2017: Q2 2017



Ersteller: Karsten Oblinger, Analyst

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

Wir erwarten insgesamt eine positive Gesamtgeschäftsentwicklung für den Konzern. Wesentliche Treiber sind dabei diverse Großprojekte im B2B-Segment, die allerdings auch mit Anlaufkosten verbunden sind. Die Ergebnisbeiträge der beiden anderen Segmente Wholesale und New Business prognostizieren wir tendenziell unverändert gegenüber den Vorjahreswerten.

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	

Die vorhandenen kursrelevanten aktuellen Themen sowie Chancen und Risiken wurden soweit möglich bei unserer Anlageempfehlung berücksichtigt. Nach unserer Einschätzung überwiegen unter Berücksichtigung des aktuellen Kursniveaus gegenwärtig die kursrelevanten Chancen.

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Mio. Euro	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatzerlöse	116,6	113,0	115,5	118,0
Bestandsveränd./Eigenleistungen	1,2	1,0	1,0	1,0
Gesamtleistung	117,8	114,0	116,5	119,0
% ggü. Vorjahr	8%	-3%	2%	2%
Materialkosten	-88,2	-83,1	-84,4	-85,7
Personalkosten	-13,1	-13,3	-13,5	-13,7
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9,9	-10,1	-10,3	-10,5
Sondererträge/-aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	6,6	7,5	8,3	9,1
Nachrichtlich: EBITDA bereinigt	5,3	7,5	8,3	9,1
Abschreibungen	-4,3	-4,6	-4,8	-5,2
davon: Goodwillabschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0
Betriebsergebnis (EBIT)	2,3	3,0	3,5	3,9
Nachrichtlich: EBIT bereinigt	2,3	3,0	3,5	3,9
% ggü. Vorjahr	-36%	26%	19%	12%
Finanzergebnis	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Ergebnis vor Steuern	2,3	2,9	3,4	3,9
Nachrichtlich: EBT bereinigt	2,3	2,9	3,4	3,9
% ggü. Vorjahr	-35%	26%	20%	13%
Ertragsteuern (fortgeführt)	-0,5	-0,9	-1,0	-1,2
Steuerquote	24%	30%	30%	30%
Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)	1,7	2,0	2,4	2,7
Ergebnis nach Ertragsteuern (nicht fortgeführt)	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Ertragsteuern	1,7	2,0	2,4	2,7
Ergebnisanteile der Minderheiten	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0
Ergebnis nach Anteilen Dritter	0,8	1,1	1,5	1,7
davon: aus fortgeführten Geschäftsbereichen	0,8	1,1	1,5	1,7
davon: aus nicht fortgeführten Geschäftsber.	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewicht. dschn. Anz. Aktien, verwäss. (Mio. Stck.)	3,542	3,542	3,542	3,542
IFRS-Ergebnis je Aktie, verwässert	0,24	0,31	0,41	0,48
Bereinigtes Ergebnis je Aktie, verwässert (fortgeführt)	0,24	0,31	0,41	0,48

Geschäftsjahresende per 31.12.

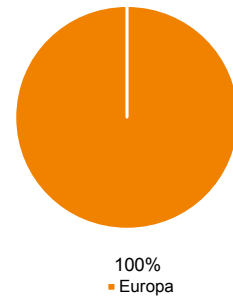
Quelle: ecotel communication und DZ BANK
Schätzung

KENNZAHLEN

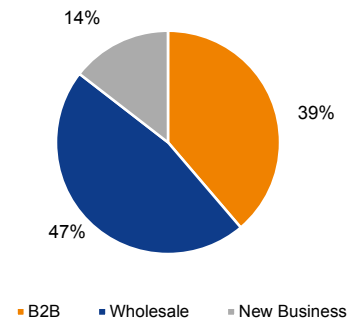
Euro	2016	2017e	2018e	2019e
GuV-Kennzahlen				
Gesamtleistung (in Mio.)	117,8	114,0	116,5	119,0
EBITDA-Rendite	4,5%	6,6%	7,1%	7,6%
EBIT-Rendite	2,0%	2,6%	3,0%	3,3%
Nettorendite	1,5%	1,8%	2,1%	2,3%
Investitionsquote	3,4%	4,4%	4,3%	4,2%
F&E-Quote				
Sonst. betr. Aufw. u. Ertr. / Gesamtl.	8,4%	8,9%	8,8%	8,8%
Finanzergebnis / Gesamtl.	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zinsdeckungskoeffizient	8,2	33,2	50,1	64,0
Dschn. Umsatzwachstum nächste 5 J.	2,3%			
Dschn. Ergebniswachstum nächste 5 J.				
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen				
Eigenkapitalrendite (ROE)	7,7%	8,5%	9,5%	10,0%
Betriebskapitalrendite (ROCE)	12,8%	15,6%	18,4%	20,9%
Produktivitätskennzahlen				
Umsatz je Mitarbeiter (in Tsd.)	520,16	464,36	456,86	449,06
EBIT je Mitarbeiter (in Tsd.)	10,36	12,02	13,73	14,84
Bilanzkennzahlen				
Eigenkapitalquote	54,1%	57,3%	58,7%	60,1%
Anlagendeckungsgrad	116,6%	115,1%	121,2%	130,6%
Liquidität (Quick Ratio)	118,7%	117,6%	126,2%	138,5%
Forderungen / Gesamtl.	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Investitionen / Abschreibungen		109,9%	104,2%	96,8%
Working Capital-Quote	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%
Net Debt (in Mio.)	-3,5	-1,6	-3,1	-5,2
Net Debt komplett (in Mio.)	-3,9	-4,5	-6,0	-8,1
Kennziffern je Aktie				
Ergebnis je Aktie, verwässert	0,24	0,31	0,41	0,48
Free Cashflow je Aktie, verwässert	0,67	0,44	0,66	0,85
Dividende je StA	0,23	0,23	0,23	0,27
Cash je Aktie, verwässert	2,10	1,96	2,33	2,92
Net Debt je Aktie, verwässert	-0,98	-0,45	-0,85	-1,45
Bewertungskennzahlen				
Enterprise Value / Umsatz	0,2	0,3	0,3	0,2
Enterprise Value / EBITDA	5,2	4,1	3,6	3,2
Enterprise Value / EBIT	11,8	10,4	8,6	7,4
EV/Umsatz zu Umsatzwachstum	0,10	0,12	0,11	0,11
PEG-Ratio StA	16,72			
Geschäftsjahresende per 31.12.				

Quelle: ecotel communication, DZ BANK Schätzung

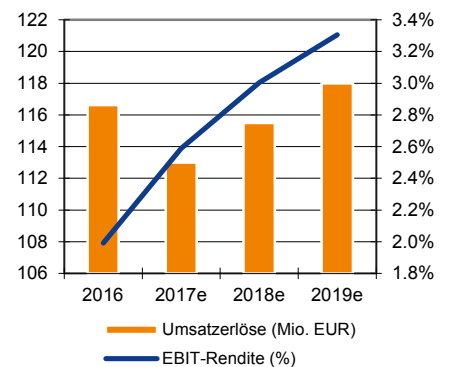
UMSATZ NACH REGIONEN 2016



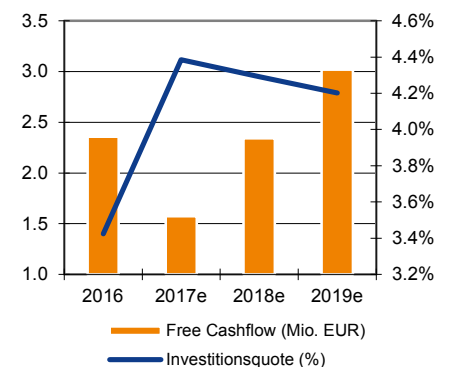
UMSATZ NACH GESCHÄFTSFELDERN 2016



UMSATZ- UND MARGENENTWICKLUNG



FREE CASHFLOW UND INVESTITIONSQUOTE



¹⁾⁻¹²⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

BILANZ

IFRS - in Mio. Euro	2016	2017e	2018e	2019e
AKTIVA				
Langfristige Vermögenswerte	21,7	22,2	22,4	22,2
Immaterielle Vermögensgegenstände	12,5	12,2	11,8	11,3
davon Goodwill	8,9	8,9	8,9	8,9
Sachanlagen	8,5	9,2	9,9	10,2
Finanzielle Vermögenswerte	0,6	0,6	0,6	0,6
Sonst. Forderungen und Vermögenswerte	0,2	0,2	0,2	0,2
Kurzfristige Vermögenswerte	19,8	19,0	20,6	22,9
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus LuL	9,3	9,0	9,2	9,4
Finanzielle Vermögenswerte	1,8	1,8	1,8	1,8
Sonst. Forderungen und Vermögenswerte	1,3	1,3	1,3	1,3
Liquide Mittel	7,5	7,0	8,4	10,5
Zur Veräuß. vorgeseh. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	41,5	41,2	43,0	45,1
PASSIVA				
Eigenkapital	22,4	23,6	25,2	27,1
Gezeichnetes Kapital	3,5	3,5	3,5	3,5
Rücklagen	16,1	16,4	17,0	17,9
Sonstiges Eigenkapital	0,0	0,0	0,0	0,0
Minderheitenanteile	2,8	3,7	4,7	5,7
Eigene Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Verbindlichkeiten	2,9	1,9	1,9	1,9
Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzielle Verbindlichkeiten	2,2	1,2	1,2	1,2
Sonstige Verbindlichkeiten	0,7	0,7	0,7	0,7
Kurzfristige Verbindlichkeiten	16,2	15,7	15,8	16,1
Verbindlichkeiten aus LuL	11,7	11,3	11,6	11,8
Sonstige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzielle Verbindlichkeiten	3,1	3,0	2,9	2,9
Sonstige Verbindlichkeiten	1,4	1,3	1,4	1,4
Schuld. a. zur Veräuß. gehalt. Veräußerungsgruppen	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzsumme	41,5	41,2	43,0	45,1

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: ecotel communication und DZ BANK
Schätzung

DAS UNTERNEHMEN IN ZAHLEN

Mio. Euro	2016	2017e	2018e	2019e
Gewinn- und Verlustrechnung				
Gesamtleistung	117,8	114,0	116,5	119,0
Materialkosten	-88,2	-83,1	-84,4	-85,7
Personalkosten	-13,1	-13,3	-13,5	-13,7
Sonst. betr. Erträge/Aufwendungen	-9,9	-10,1	-10,3	-10,5
EBITDA	6,6	7,5	8,3	9,1
Abschreibungen	-4,3	-4,6	-4,8	-5,2
davon: Goodwillabschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0
Betriebsergebnis (EBIT)	2,3	3,0	3,5	3,9
Finanzergebnis	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Ergebnis vor Steuern	2,3	2,9	3,4	3,9
Ertragsteuern (fortgeführt)	-0,5	-0,9	-1,0	-1,2
Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)	1,7	2,0	2,4	2,7
Ergebnis nach Ertragsteuern (nicht fortgeführt)	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Ertragsteuern	1,7	2,0	2,4	2,7
Ergebnisanteile der Minderheiten	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0
Ergebnis nach Anteilen Dritter	0,8	1,1	1,5	1,7
Bilanz				
Langfristige Vermögenswerte	21,7	22,2	22,4	22,2
davon Goodwill	8,9	8,9	8,9	8,9
Kurzfristige Vermögenswerte	19,8	19,0	20,6	22,9
davon liquide Mittel	7,5	7,0	8,4	10,5
Eigenkapital	22,4	23,6	25,2	27,1
Langfristige Verbindlichkeiten	2,9	1,9	1,9	1,9
Kurzfristige Verbindlichkeiten	16,2	15,7	15,8	16,1
Bilanzsumme	41,5	41,2	43,0	45,1
Kapitalflussrechnung				
CF betrieblich fortgeführt	6,0	6,6	7,3	8,0
CF betrieblich nicht fortgeführt	0,0			
CF Investitionen fortgeführt	-3,6	-5,0	-5,0	-5,0
CF Investitionen nicht fortgeführt	0,0			
Free CF fortgeführt	2,4	1,6	2,3	3,0
Free CF nicht fortgeführt	0,0			
CF Finanzierung fortgeführt	-2,6	-2,0	-1,0	-0,9
CF Finanzierung nicht fortgeführt	0,0			
Veränderung der liquiden Mittel	-0,3	-0,4	1,3	2,1
Geschäftsjahresende per 31.12.				

Quelle: ecotel communication und DZ BANK
Schätzung

EQUITY SALES	Kai Böckel	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 28	kai.boeckel@dzbank.de
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	Marina Semmler	+49 – (0)69 – 74 47 – 13 81	marina.semmler@dzbank.de
DERIVATIVES SALES	Berthold Grünebaum	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 91 95	berthold.gruenebaum@dzbank.de
DEPOT A SALES AKTIEN, ROHSTOFFE	Sven Köhler	+49 – (0)69 – 74 47 – 78 71	sven.koehler@dzbank.de
SALES DRITTMARKT (IN- UND AUSLAND)	Tobias Gabel	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 03 77	tobias.gabel@dzbank.de
AKTIENANLEIHEN/DISCOUNTZERTIFIKATE	Max Wirsching	+49 – (0)69 – 74 47 – 70 35	maximilian.wirsching@dzbank.de

ZUGANG ZU DZ RESEARCH (KONTAKT LARS.WOHLERS@DZBANK.DE)

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

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorstandsvorsitzender),
Hans-Bernd Wolberg (stv. Vorsitzender), Uwe Berghaus, Dr.Christian Brauckmann
Lars Hille, Wolfgang Köhler, Karl-Heinz Moll, Dr. Cornelius Riese, Michael Speth
Thomas Ullrich, Stefan Zeidler

Aufsichtsratsvorsitzender: Helmut Gottschalk

Sitz der Gesellschaft: Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main,
Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

Aufsicht: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am
Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die
Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

Sicherungseinrichtungen: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-
Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten
BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung
des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V.
angeschlossen:

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

Verantwortlich für den Inhalt: Stefan Bielmeier, Bereichsleiter Research und
Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2017
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung
der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR FINANZANALYSEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

1.1 Diese **Finanzanalyse** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-
Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als
Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt.

Finanzanalysen sind **unabhängige Kundeninformationen**, die **allgemeine
Anlageempfehlungen zu bestimmten Emittenten** oder **bestimmten
Finanzinstrumenten** enthalten, **ohne jedoch** persönliche Anlagekriterien zu
berücksichtigen.

1.2 Die **Pflichtangaben** für Research-Publikationen (Finanzanalysen und Sonstige
Research-Informationen) sowie **weitere Hinweise, insbesondere** zur
Conflicts of Interest Policy des **DZ BANK Research**, zu **Methoden**, zu
Verfahren, sowie zu **Statistiken**, können **kostenfrei eingesehen** und
abgerufen werden unter: www.dzbank.de/Pflichtangaben.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. als
Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:
– **Europäische Zentralbank** - www.ecb.europa.eu
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - www.bafin.de
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60349 Frankfurt / Main

Zuständige Aufsichtsbehörde der weitergebenden Bank

Die weitergebende Bank wird im Bereich Research / Finanzanalyse beaufsichtigt
durch die

– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - www.bafin.de
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60349 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

3.1 **Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-
Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im
Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis
der verbindlichen **Conflicts of Interest Policy** erstellt.

3.2 Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Research-Publikation inhaltlich
eingebunden ist, bestätigt, dass

- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des
analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der
DZ BANK wiedergibt sowie
- seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch
indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung
abhängt.

4. Definitionen der Kategorien für Anlageempfehlungen in Finanzanalysen
Die **Kategorien für Anlageempfehlungen in Finanzanalysen** der DZ BANK
haben die nachfolgend definierten Bedeutungen:

4.1 Aktien:

- **Fundamentalanalyse:**

"Kaufen" bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete
absolute Kurssteigerung größer ist als 10%.

"Verkaufen" bedeutet, dass der in den kommenden zwölf Monaten erwartete
absolute Kursverfall größer ist als 10%.

"Halten" bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete
absolute Kursveränderung zwischen +10% und -10% liegt.

- **Technische (Chart-) Analyse (Tertiärtrend):**

Die kurzfristige technische Bewertung bezieht sich auf die kurze tertiäre
Bewegung der Aktie:

„Positiv“ bedeutet, dass in der folgenden Woche mit einer absoluten
Kurssteigerung gerechnet werden kann.

„Negativ“ bedeutet, dass in der folgenden Woche mit einem absoluten
Kursverfall gerechnet werden kann.

„Neutral“ bedeutet, dass in der folgenden Woche mit keiner absoluten
Kursveränderung gerechnet werden kann.

- **Technische (Chart-) Analyse (Sekundärtrend):**

Die längerfristige technische Bewertung bezieht sich auf die kürzere sekundäre
Bewegung der Aktie:

„Positiv“ bedeutet, dass die in den folgenden sechs Monaten erwartete
absolute Kurssteigerung größer als 10% sein kann.

„Negativ“ bedeutet, dass der in den folgenden sechs Monaten erwartete
absolute Kursverfall größer als 10% sein kann.

„Neutral“ bedeutet, dass die in den folgenden sechs Monaten erwartete
absolute Kursveränderung zwischen +10% und -10% liegen kann.

4.2 Fixed-Income-Instrumente:

Maßgebend für die Anlageempfehlung zu einem **Emittenten** ist, ob sich seine
Anleihen nach der Einschätzung der DZ BANK in den folgenden sechs
Monaten besser, schlechter oder im Gleichschritt mit den Anleihen
vergleichbarer Emittenten bewegen können. Die nachfolgend definierten
Empfehlungskategorien beziehen sich sowohl auf ‚erstrangige unbesicherte
Anleihen‘ in Euro und im Falle von Emerging Markets Emittenten in Einzelfällen
auch in US-Dollar als auch auf Covered Bonds (‚besicherte Bankanleihen‘) in
Euro:

"Outperformer" bedeutet, es wird eine bessere Entwicklung für die Anleihen
des Emittenten als für die Anleihen der Vergleichsemittenten erwartet.

"Underperformer" bedeutet, es wird eine schlechtere Entwicklung für die
Anleihen des Emittenten als für die Anleihen der Vergleichsemittenten erwartet.

"Marketperformer" bedeutet, es wird erwartet, dass sich die Entwicklung der
Anleihen des Emittenten nicht wesentlich von der Entwicklung der Anleihen der
Vergleichsemittenten unterscheiden wird.

4.3 Kategorien für isolierte Aussagen ohne Anlageempfehlung

Aussagen über die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer
Anlageempfehlung zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem
Emittenten **vorgelagert sind, insbesondere** nach den von der DZ BANK
definierten **Nachhaltigkeitskriterien**, nach ihrem definierten **Value-Ansatz**,
ihrer definierten **Asset Allocation** (DZ BANK Muster-Portfolio), ihrer definierten
Branchenstrategie Euro-Stoxx (**DZ BANK Sektorfavoriten**), ihrer definierten
Bewertung von Auszahlungen an Berechtigte (**DZ BANK
Dividendenaristokraten**), ihrer **Ländergewichtungsempfehlungen für
besicherte Bankanleihen** und ihr **CRESTA-SCORE-MODELL**, sind **keine
selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine
Anlageempfehlungen**.

Diese isolierten Aussagen **allein** können eine Anlageentscheidung noch **nicht**
begründen. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.

5. Vorgesehene Aktualisierungen und Geltungszeiträume von Anlageempfehlungen

5.1 Die Häufigkeit der **Aktualisierung** von **Finanzanalysen** hängt insbesondere
von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, von den

¹⁾⁻¹²⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

- aktuellen Entwicklungen der relevanten Märkte, von den aktuellen Entwicklungen bei den analysierten Unternehmen, von Maßnahmen der Emittenten, von dem Verhalten der Handelsteilnehmer, der zuständigen Aufsichtsbehörden und der relevanten Zentralbanken sowie von einer Vielzahl weiterer Parameter ab. Die nachfolgend genannten Zeiträume geben daher nur einen **unverbindlichen Anhalt** dafür, wann mit einer neuen Anlageempfehlung gerechnet werden kann.
- 5.2 Eine Pflicht zur Aktualisierung besteht nicht.** Wird eine Anlageempfehlung aktualisiert, **ersetzt diese Aktualisierung die bisherige Anlageempfehlung mit sofortiger Wirkung.** Ohne Aktualisierung **enden / verfallen** Anlageempfehlungen mit **Ablauf** der nachfolgend genannten **Geltungszeiträume**. Diese **beginnen** mit dem **Tag** und der **Uhrzeit** der Erstellung der **Anlageempfehlung**.
- 5.3 Die Geltungszeiträume für Anlageempfehlungen (Finanzanalysen) sind bei:**
- Aktien:**
- | | |
|---|--------------|
| Fundamentalanalyse | sechs Monate |
| Technische (Chart-) Analyse (Tertiärtrend) | eine Woche |
| Technische (Chart-) Analyse (Sekundärtrend) | sechs Monate |
- Fixed-Income-Instrumente:**
- | | |
|--|----------------|
| Emittenten (erstrangige unbesicherte Anleihen) | sechs Monate |
| Emittenten (besicherte Bankanleihen) | ein Handelstag |
- 5.4 Die Bewertungen isolierter Aspekte ohne Anlageempfehlung haben folgende Geltungszeiträume:**
- Nachhaltigkeitsanalysen:** ein Monat
- Analysen nach dem Value-Ansatz:** ein Monat
- Analysen zur Asset Allocation (DZ BANK Muster-Portfolio):** ein Monat
- Euro-Stoxx-Branchenstrategie (DZ BANK Sektorfavoriten):** ein Monat
- Dividenden (DZ BANK Dividendenaristokraten):** drei Monate
- Credit Trend Emittenten:** zwölf Monate
- Aktienindizes (fundamental):** drei Monate
- Aktienindizes (technisch / Chartanalyse):** eine Woche
- Aktienindizes (technical daily):** Publikationstag
- Währungsräume:** sechs bis zwölf Monate
- Allokation von Marktsegmenten:** ein Monat
- Ländergewichtungsempfehlungen für Covered Bonds:** sechs Monate
- Derivate:**
- (Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future):** ein Monat
- Rohstoffe:** ein Monat
- 5.5** Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen von Analysen **vorübergehend** und **unangekündigt unterbleiben**.
- 5.6** Sofern Aktualisierungen **zukünftig unterbleiben**, weil ein Objekt nicht weiter analysiert werden soll, wird dies in der letzten Publikation mitgeteilt oder, falls eine abschließende Publikation unterbleibt, wird die Einstellung der Analyse gesondert mitgeteilt.
- 6. Gesamtübersicht über Anlageempfehlungen von Finanzinstrumenten und Emittenten**
- Die DZ BANK erstellt täglich eine **Gesamtübersicht** mit den aufsichtsrechtlich vorgegebenen Details **aller Anlageempfehlungen** zu Finanzinstrumenten und / oder Emittenten, die sie in den zurückliegenden **zwölf Monaten** verbreitet hat. Diese Liste kann **kostenfrei eingesehen** und **abgerufen werden** unter www.dzbank.de/Pflichtangaben.
- 7. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten**
- 7.1** Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche **Conflicts of Interest Policy**, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser Policy, die **kostenfrei** unter www.dzbank.de/Pflichtangaben **eingesehen** und **abgerufen werden** kann, werden nachfolgend zusammengefasst.
- 7.2** Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch eine Closed Doors und Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-Know-Prinzip kommuniziert werden.
- 7.3** Der Bereich Research und Volkswirtschaft verbreitet keine Research-Publikationen zu Emissionen der DZ BANK oder zu von Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittierten Finanzinstrumenten.
- 7.4 Die Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und die ihnen nahestehenden Personen dürfen grundsätzlich nicht unbeschränkt in Finanzinstrumente investieren, die von ihnen durch Finanzanalysen gecovert werden. Für Rohstoffe und Währungen hat die DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von Sonstigen Research-Publikationen ausschließt.**
- 7.5** Insbesondere durch die in **Absatz 7.2** bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.
- 7.6** Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.
- 7.7** Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.
- 7.8 Die in den letzten 12 Monaten abweichenden Anlageempfehlungen für dasselbe Finanzinstrument / denselben Emittenten werden in der jeweils aktuellen Analyse mit der jeweiligen Kategorie der Anlageempfehlung und ihrem Datum aufgeführt.**
- 7.9** Die **vierteljährliche Angabe** über den Anteil der in den **Absätzen 4.1** und **4.2** genannten Anlagekategorien für **Aktien** und **Fixed-Income-Instrumente** an der Gesamtzahl der Anlageempfehlungen der DZ BANK **sowie die Angabe** des Anteils dieser Kategorien, der auf Emittenten entfällt, gegenüber denen die DZ BANK in den **vergangenen zwölf Monaten** Dienstleistungen nach Anhang I Abschnitte A und B der Richtlinie 2014/65/EU erbracht hat, kann **kostenfrei** unter www.dzbank.de/Pflichtangaben **eingesehen** und **abgerufen werden**.
- 7.10** Die nachfolgenden **Definitionen** erläutern die nach den aufsichtsrechtlichen Bestimmungen anzugebenden potenziellen Interessenkonflikte (sogenannte **„Hochziffern“**) der DZ BANK und / oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe in Bezug auf die in einer Finanzanalyse analysierten Emittenten und / oder Finanzinstrumente:
- Die DZ BANK verfügt über eine **Netto-Long-Position** von mehr als 0,5% bezogen auf das insgesamt ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.
 - Die DZ BANK verfügt über eine **Netto-Short-Position** von mehr als 0,5% bezogen auf das gesamte ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.
 - Die DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen verfügt rechtlich oder wirtschaftlich über eine **Beteiligung von 1% oder mehr** bezogen auf die von dem Emittenten ausgegebenen Eigenkapitalinstrumente.
 - Der Emittent hält mehr als 5% des insgesamt ausgegebenen Aktienkapitals der DZ BANK.
 - Die DZ BANK, eines ihrer Gruppenunternehmen oder eine natürliche oder juristische Person, die vertraglich in die Erstellung von Anlageempfehlungen eingebunden ist, ist zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Studie als **Market Maker, Designated Sponsor** und / oder **Liquidity Provider** für Finanzinstrumente des Emittenten tätig.
 - Die DZ BANK, eines ihrer Gruppenunternehmen oder eine natürliche oder juristische Person, die vertraglich in die Erstellung von Anlageempfehlungen eingebunden ist, war in den letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Studie als **Manager** oder **Co-Manager** eines **privaten und / oder öffentlichen Angebots** für Finanzinstrumente des Emittenten tätig.

¹⁾⁻¹²⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

- 7) Der Emittent ist oder war in den letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Studie **Kunde** der DZ BANK für Dienstleistungen des **Investmentbanking**.
- 8) Die DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen hat in den zurückliegenden 12 Monaten von dem Emittenten eine **Vergütung** für Dienstleistungen des **Investmentbanking** erhalten.
- 9) Die DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen erwartet oder beabsichtigt, in den nächsten 3 Monaten von dem Emittenten eine **Vergütung** für Dienstleistungen des **Investmentbanking** zu erhalten oder geltend zu machen.
- 10) Der Emittent ist oder war **Kunde** der DZ BANK, eines ihrer Gruppenunternehmen oder einer natürlichen oder juristischen Person, die vertraglich in die Erstellung von Anlageempfehlungen eingebunden ist oder war, für **wertpapierbezogene Dienstleistungen**, wie sie in den Abschnitten A und B des Anhangs I zur Richtlinie 2014/65/EU genannt sind, wobei sich aus der zugrunde liegenden Vereinbarung in letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse entweder eine Verpflichtung zur Zahlung oder ein Recht zum Erhalt einer Vergütung ergab.
- 11) Der Emittent ist oder war in letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse **Kunde** der DZ BANK für **nicht-wertpapierbezogene Dienstleistungen**.
- 12) DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen hat mit dem Emittenten eine **Vereinbarung** über die **Erstellung von Anlageempfehlungen** über von ihm emittierte Finanzinstrumente geschlossen.

8. Adressaten und Nutzung von Finanzanalysen

8.1 Adressaten

Finanzanalysen der DZ BANK richten sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Sie sind daher **nicht geeignet**, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, es sei denn, (i) eine Finanzanalyse wurde von der DZ BANK **ausdrücklich** als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (ii) ihre ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in einem Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Anlageempfehlungen verstehen und bewerten zu können. Finanzanalysen werden von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum** und der **Schweiz** sowie unter den in **Absatz 8.4** und **8.5** genannten Bedingungen zusätzlich in den beiden dort genannten Ländern freigegeben.

8.2 Wesentliche Informationsquellen

Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen. Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind: Informations- und Datendienste (z. B. Reuters, Bloomberg, VWD, FactSet, Markit), zugelassene Rating-Agenturen (z.B. Standard & Poors, Moody's, Fitch, DBRS), Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

8.3 Kein Wertpapierprospekt | keine individuelle Anlageempfehlung

Eine Research-Publikation kann und soll ein für eine Investition erforderliches Wertpapierprospekt und / oder eine fachkundige Anlageberatung keinesfalls ersetzen. Sie kann daher nicht alleinige Grundlage für die Entscheidung über eine Investition sein.

8.4 Nutzungsbeschränkungen außerhalb des EWR und der Schweiz

Diese Finanzanalyse darf **ausschließlich** von den in **Absatz 8.5** jeweils genannten Unternehmen in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** oder in die **Republik Singapur** gebracht und in diesen Ländern nach den dort für sie geltenden Bestimmungen genutzt werden.

Vereinigte Staaten von Amerika (USA)

Die DZ BANK nutzt in den USA nach Part 240 - General Rules and Regulations, **Rule 15a-6** des Securities Exchange Act 1934 eine Ausnahme von der Registrierungspflicht für bestimmte ausländische Broker oder Händler. Nach dieser Rule darf sie unter **bestimmten** Voraussetzungen **ausschließlich 'major U.S. institutional investors'** Research-Publikationen über Eigenkapitalinstrumente zur Verfügung stellen und mit ihnen Transaktionen über die darin genannten Wertpapiere schließen.

Zu diesem Zweck hat die DZ BANK einen Kooperationsvertrag mit Auerbach Grayson and Company LLC, 25 West 45th Street, New York, NY 10036 (Auerbach Grayson) über Eigenkapitalinstrumente geschlossen. Die vorgenannten Transaktionen über Eigenkapitalinstrumente werden nach Rule 15a-6 (a) (3) ausschließlich zwischen **Auerbach Grayson** und den **'major U.S. institutional investors'** geschlossen. Der DZ BANK ist es insbesondere **nicht** erlaubt, auf andere Weise Transaktionen über Eigenkapitalinstrumente mit diesen Investoren anzubahnen oder abzuschließen, insbesondere ist es ihr nicht erlaubt, Kontakt mit den vorgenannten oder anderen Investoren in den USA aufzunehmen oder ihnen in den Research-Publikationen als Partner zum Abschluss von Transaktionen Auerbach Grayson zu empfehlen. Ferner ist es der DZ BANK nicht erlaubt Research-Publikationen über Fremdkapitalinstrumente an US-Kunden zu richten sowie mit ihnen Transaktionen in Fremdkapitalinstrumenten vorzunehmen.

Die Research-Publikationen über Eigenkapitalinstrumente darf daher ausschließlich von der DZ BANK über Auerbach Grayson, **nicht aber von anderen Personen**, in die USA gebracht und dort ausschließlich an **'major U.S. institutional investors'** weitergegeben und von ihnen ausschließlich in dem bezeichneten Sinne genutzt werden. Research-Publikationen über Fremdkapitalinstrumente dürfen in keinem Falle in die USA gebracht werden. Diese Research-Publikation wurde in der Bundesrepublik Deutschland nach dem dort geltenden Recht verfasst. Daher wurden möglicherweise nicht alle in den USA geltenden Bestimmungen über die Erstellung von Research Reports eingehalten.

Republik Singapur

Die Zweigniederlassung Singapur der DZ BANK ist in Singapur vom Innehaben einer Erlaubnis als Finanzberater nach Section 23(1)(a) des Financial Advisors Act (Cap. 110) (FAA) befreit.

Die DZ BANK nutzt für ihre Finanzberatung mittels Herausgabe oder Verbreitung von Researchanalysen oder Researchberichten, gleich ob diese in elektronischer oder einer anderen Form oder gedruckt verteilt werden, eine Ausnahmeregelung für ‚Foreign Research Houses‘ nach Regulation 32C (1) der Financial Advisors Regulation (FAR) gemäß Section 23(1)(f) des FAA. Ihre Research-Publikationen dürfen ausschließlich durch ihre Zweigniederlassung Singapur verbreitet werden. Sie sind für die allgemeine Verbreitung bestimmt, richten sich jedoch ausschließlich an **'accredited investors'** and / or **'expert investors'**.

Bei Transaktionen mit **'accredited investors'** oder **'expert investors'** stützt sich die DZ BANK auf folgende Ausnahmen des Cap. 110 des Financial Advisors Act:

- (1) die Ausnahme in Regulation 33 der FAR, welche die DZ BANK von der Compliance mit Section 25 der FAA zur Offenlegung von Produktinformationen gegenüber Kunden ausnimmt,
- (2) die Ausnahme in Regulation 34 der FAR, welche die DZ BANK von der Compliance mit Section 27 der FAA über Empfehlungen ausnimmt, und
- (3) die Ausnahme in Regulation 35 der FAR, welche die DZ BANK von der Compliance mit Section 36 der FAA über die Offenlegung von bestimmten Interesse in Wertpapieren ausnimmt.

Diese Finanzanalyse **berücksichtigt nicht spezifische Anlageziele, die finanzielle Situation oder persönliche Erfordernisse** eines konkreten Empfängers.

Falls Fragen in Bezug auf den Inhalt dieser Finanzanalyse bestehen, sollte ein Finanzberater zu Rate gezogen werden.

Jeder Empfänger sollte hinsichtlich **Eignung** eines jeden in dieser Finanzanalyse genannten Produkts sowie der Berücksichtigung seiner spezifischen Anlageziele, finanziellen Situation oder persönlichen Anforderungen eine **Anlageberatung vornehmen** lassen, bevor er sich verpflichtet, ein solches Produkt zu erwerben.

8.5 Ansprechpartner der DZ BANK außerhalb des EWR und der Schweiz

Die folgenden Ansprechpartner trifft keine Pflicht zur Aktualisierung der Research-Publikation. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen auch der Emittenten informieren.

¹⁾⁻¹²⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

In den Vereinigten Staaten von Amerika (USA) nur für**Eigenkapitalinstrumente:**

Auerbach Grayson and Company LLC., 25 West 45th Street, New York, NY 10036

Auerbach Grayson and Company LLC. ist ein in den USA registrierter Broker und Dealer und unabhängiger Geschäftspartner der DZ BANK, der die Voraussetzungen nach Part 240 - General Rules and Regulations, Rule 15a-6 (a) (3) des Securities Exchange Act 1934 erfüllt.

in der Republik Singapur:

DZ BANK AG Singapore Branch, 50 Raffles Place #43-01, Singapore Land Tower, Singapore 048623

Die DZ BANK AG Singapore Branch ist eine rechtlich unselbstständige Zweigniederlassung der DZ BANK.

9. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

Ausführlichere Darstellungen der vom DZ BANK Research genutzten allgemein anerkannten sowie selbst entwickelten Methoden und Verfahren können kostenfrei unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden.

III. RECHTLICHE HINWEISE

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Es ist daher nicht geeignet, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, **es sei denn**, (a) es ist ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (b) die ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Bewertung und / oder Empfehlungen verstehen und einschätzen zu können.

Es wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland („DZ BANK“) erstellt und von der DZ BANK für die ausschließliche Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des EWR und der Schweiz** genehmigt.

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Finanzanalyse“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an „accredited investors“, and / oder „expert investors“ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

In die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK und über Auerbach Grayson, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an „major U.S. institutional investors“ weitergegeben und von diesen genutzt werden. Auch diese Weitergabe ist nur erlaubt, sofern sich das Dokument nur auf Eigenkapitalinstrumente bezieht. Der DZ BANK ist es nicht erlaubt Transaktionen über Fremdkapitalinstrumente in den USA vorzunehmen.

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Sonstige Research-Information“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

Dieses Dokument darf in allen zuvor genannten Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen.

2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK.

Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die

DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.

3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.

Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten.

Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können.

Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden.

Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren. Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.

4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen.

Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.

Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.

6. Die Informationen und Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle 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. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum

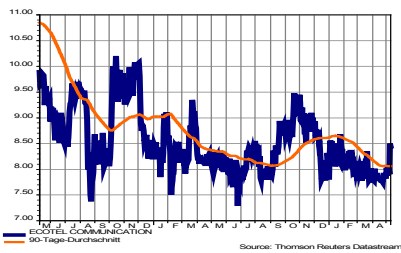
¹⁾⁻¹²⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte 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. Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.

- 7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden. Seitens Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten. Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

Ergänzende Information von Markit Indices Limited



RATING-HISTORIE

Empfehlung	Datum	Kurs
Kaufen	28.9.2011	5,00 EUR

¹⁾⁻¹²⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.