

# Telekommunikation

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## ecotel communication<sup>5)7)8)10)11)12)</sup>

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
2015	106,3	(106,3)	0,46	(0,46)	18,3	1,52	(1,52)	18,0	0,23
2016e	117,0	(104,0)	0,25	(0,44)	37,1	0,66	(0,98)	7,3	0,12
2017e	113,5	(107,5)	0,44	(0,61)	20,6	0,87	(1,19)	9,5	0,22
2018e	117,0	(111,0)	0,62	(0,70)	14,7	1,10	(1,26)	12,0	0,30

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

### Profitabilität aktuell unter Erwartungen aber vielversprechende Auftragslage

- » **Q3 2016:** Der Konzernumsatz betrug in Q3 2016 31,3 Mio. EUR (+28% yoy). Die deutliche Steigerung gegenüber dem Vorjahreswert basierte allerdings nur auf einer Ausweitung des margenschwachen Wiederverkäufergeschäftes. Der Rohertrag konnte von 6,9 auf 7,1 Mio. EUR gesteigert werden. Dennoch sanken sowohl EBITDA (1,6 Mio. EUR vs. 1,8 Mio. EUR) als auch Gewinn pro Aktie (0,04 EUR vs. 0,06 EUR) im Jahresvergleich. Hintergrund dessen sind insbesondere gestiegene Personalkosten. Das Nettofinanzvermögen lag zum Quartalsende bei 2,8 Mio. EUR gegenüber einem Vorjahreswert von 1,6 Mio. EUR. Das Eigenkapital stieg von 21,5 auf 22,0 Mio. EUR, was einer EK-Quote von 47% entspricht.
- » **Ausblick:** Das Management hat den Gesamtjahresausblick konkretisiert und erwartet nur ein Erreichen des unteren Endes des bisherigen EBITDA-Korridors von 7,0-8,5 Mio. EUR.
- » **DZ Meinung:** Insgesamt ist die operative Entwicklung im laufenden Jahr etwas unter unseren Erwartungen verlaufen. Einerseits beruht dies auf verschiedenen „kleineren“ Einmaleffekten (z.B. Abfindungen), andererseits aber auch auf Investitionen in Zukunft (z.B. Prozessanpassungen & Systementwicklungen). Nichtsdestotrotz sehen die langfristigen Perspektiven für ecotel u.E. vielversprechend aus. Dokumentiert wird dies konkret durch drei neu gewonnene Großkundenprojekte in 2016. Darüber hinaus existieren diverse zusätzliche Opportunitäten im Bereich der NGN-Voice-Produkte und der Ethernet-Glasfaservermarktung auf Grundlage alternativer Netzbetreiber.

**Das Q3 2016 ist etwas unter unserer Erwartung ausgefallen und das Management hat den Gesamtjahresausblick konkretisiert und erwartet demgemäß nur ein EBITDA von 7,0 Mio. EUR gegenüber der bisherigen Spanne von 7,0-8,5 Mio. EUR. Die langfristigen Perspektiven sind u. E. aber weiterhin gut und werden durch drei neu gewonnene Großaufträge dokumentiert. Wir bestätigen das Anlageurteil Kaufen und den FV von 12,00.**

Ausgewählte Unternehmen	Kurs am 10.11.2016	KGV		EV / EBITDA		EV / Umsatz 16e	Anl.-urteil
		16e	17e	16e	17e		
ecotel communication	9,10 EUR	37,1	20,6	4,6	3,9	0,28	↑
Deutsche Telekom	14,29 EUR	13,2	16,4	6,2	6,4	1,90	↑
United Internet	38,85 EUR	47,5	16,0	11,6	10,0	2,46	↑
QSC	1,75 EUR	–	n.a.	8,1	7,7	0,80	–
Telefónica Deutschland	3,44 EUR	–	–	5,4	6,3	1,50	→
<b>Median bez. auf alle Vergleichswerte</b>		<b>30,4</b>	<b>16,2</b>	<b>7,2</b>	<b>7,1</b>	<b>1,70</b>	–

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

## AKTIEN

### Flash

Fertiggestellt: 11.11.2016, 11:02

### Kaufen (zuvor Kaufen)

Schlusskurs am 10.11.2016 (in EUR): 9,10  
Fair Value: 12,00 (zuvor 12,00)

### Finanzkennzahlen 2016e:

Buchwert je Aktie (in EUR):	5,54
EK-Quote (in %):	46,9
Nettorendite (in %):	1,5
ROE nach Steuern (in %):	7,8
Dividendenrendite (in %):	1,3
Free Cashflow (in Mio. EUR):	2,3
Net Debt (in Mio. EUR):	-3,2

### Anzahl Aktien

(Mio. Stück): 3,5

### Marktkapitalisierung

(in Mio. EUR): 32,23

Free Float (in %): 26,1

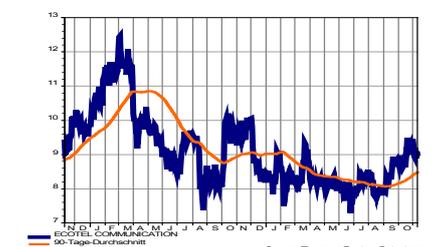
WKN: 585434

ISIN: DE0005854343

Datastream: D:E4CX

### Nächster Newsflow:

03/2017: Geschäftsbericht 2016



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 weiterhin eine positive Gesamtgeschäftsentwicklung. Wesentliche Treiber sind Großprojekte im B2B-Segment und die DSL-Aktivitäten der Tochtergesellschaft Easybell.

### 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	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>106,3</b>	<b>117,0</b>	<b>113,5</b>	<b>117,0</b>
Bestandsveränd./Eigenleistungen	2,3	0,8	0,8	0,8
<b>Gesamtleistung</b>	<b>108,6</b>	<b>117,8</b>	<b>114,3</b>	<b>117,8</b>
% ggü. Vorjahr	4%	8%	-3%	3%
Materialkosten	-78,6	-87,9	-82,6	-84,4
Personalkosten	-11,9	-12,8	-13,0	-13,2
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-10,3	-10,1	-10,7	-11,2
Sondererträge/-aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>7,9</b>	<b>7,0</b>	<b>8,0</b>	<b>9,0</b>
Nachrichtlich: EBITDA bereinigt	7,6	7,0	8,0	9,0
Abschreibungen	-4,2	-4,2	-4,1	-4,1
davon: Goodwillabschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>3,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,9</b>	<b>4,9</b>
Nachrichtlich: EBIT bereinigt	3,6	2,8	3,9	4,9
% ggü. Vorjahr	22%	-24%	40%	27%
Finanzergebnis	-0,1	-0,1	0,0	0,1
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>3,5</b>	<b>2,7</b>	<b>3,9</b>	<b>5,0</b>
Nachrichtlich: EBT bereinigt	3,5	2,7	3,9	5,0
% ggü. Vorjahr	26%	-23%	43%	28%
Ertragsteuern (fortgeführt)	-1,1	-0,9	-1,3	-1,7
Steuerquote	31%	34%	34%	34%
<b>Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>
Ergebnis nach Ertragsteuern (nicht fortgeführt)	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis nach Ertragsteuern</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>
Ergebnisanteile der Minderheiten	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1
<b>Ergebnis nach Anteilen Dritter</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>2,2</b>
davon: aus fortgeführten Geschäftsbereichen	1,6	0,9	1,5	2,2
davon: aus nicht fortgeführten Geschäftsber.	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewicht. dschn. Anz. Aktien, verwäss. (Mio. Stck.)	3,542	3,500	3,500	3,500
IFRS-Ergebnis je Aktie, verwässert	0,46	0,25	0,44	0,62
Bereinigtes Ergebnis je Aktie, verwässert (fortgeführt)	0,46	0,25	0,44	0,62

Geschäftsjahresende per 31.12.

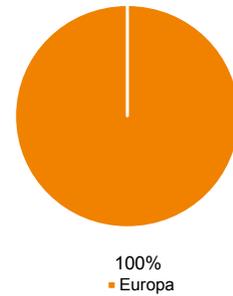
Quelle: ecotel communication und DZ BANK  
Schätzung

**KENNZAHLEN**

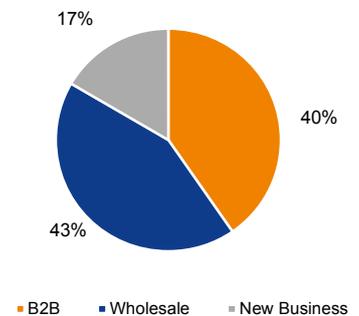
Euro	2015	2016e	2017e	2018e
<b>GuV-Kennzahlen</b>				
Gesamtleistung (in Mio.)	108,6	117,8	114,3	117,8
EBITDA-Rendite	7,0%	5,9%	7,0%	7,6%
EBIT-Rendite	3,4%	2,3%	3,4%	4,2%
Nettorendite	2,2%	1,5%	2,2%	2,8%
Investitionsquote	3,0%	2,9%	3,2%	3,1%
F&E-Quote				
Sonst. betr. Aufw. u. Ertr. / Gesamtl.	9,5%	8,6%	9,4%	9,5%
Finanzergebnis / Gesamtl.	-0,1%	0,0%	0,0%	0,1%
Zinsdeckungskoeffizient	28,0	48,8		
Dschn. Umsatzwachstum nächste 5 J.	5,1%			
Dschn. Ergebniswachstum nächste 5 J.				
<b>Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen</b>				
Eigenkapitalrendite (ROE)	11,0%	7,8%	10,1%	11,8%
Betriebskapitalrendite (ROCE)	19,0%	14,7%	21,0%	27,3%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>				
Umsatz je Mitarbeiter (in Tsd.)	506,38	555,66	539,15	555,66
EBIT je Mitarbeiter (in Tsd.)	16,97	13,02	18,25	23,11
<b>Bilanzkennzahlen</b>				
Eigenkapitalquote	43,8%	46,9%	49,8%	51,6%
Anlagendeckungsgrad	121,9%	117,2%	125,5%	141,0%
Liquidität (Quick Ratio)	119,7%	113,6%	120,7%	132,2%
Forderungen / Gesamtl.	16,3%	17,1%	17,1%	17,1%
Investitionen / Abschreibungen		80,2%	90,2%	90,2%
Working Capital-Quote	-1,9%	-1,4%	-1,4%	-1,4%
Net Debt (in Mio.)	-2,5	-3,2	-5,5	-8,5
Net Debt komplett (in Mio.)	-3,9	-5,3	-7,9	-10,9
<b>Kennziffern je Aktie</b>				
Ergebnis je Aktie, verwässert	0,46	0,25	0,44	0,62
Free Cashflow je Aktie, verwässert	1,52	0,66	0,87	1,10
Dividende je StA	0,23	0,12	0,22	0,30
Cash je Aktie, verwässert	2,19	1,68	2,10	2,93
Net Debt je Aktie, verwässert	-0,70	-0,90	-1,54	-2,40
<b>Bewertungskennzahlen</b>				
Enterprise Value / Umsatz	0,3	0,3	0,3	0,2
Enterprise Value / EBITDA	3,9	4,6	3,9	3,2
Enterprise Value / EBIT	8,2	11,7	8,0	6,0
EV/Umsatz zu Umsatzwachstum	0,05	0,05	0,05	0,05
PEG-Ratio StA				
Geschäftsjahresende per 31.12.				

Quelle: ecotel communication, DZ BANK Schätzung

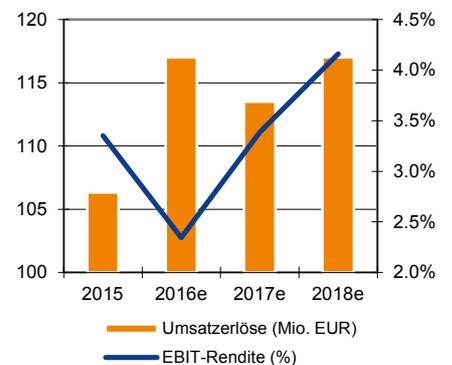
**UMSATZ NACH REGIONEN 2015**



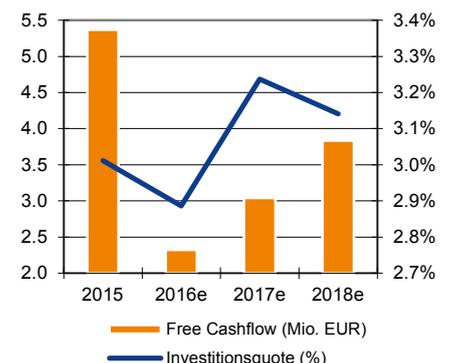
**UMSATZ NACH GESCHÄFTSFELDERN 2015**



**UMSATZ- UND MARGENENTWICKLUNG**



**FREE CASHFLOW UND INVESTITIONSQUOTE**



<sup>1)-12)</sup> Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

**BILANZ**

IFRS - in Mio. Euro	2015	2016e	2017e	2018e
<b>AKTIVA</b>				
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>22,0</b>	<b>21,2</b>	<b>20,7</b>	<b>20,2</b>
Immaterielle Vermögensgegenstände	12,7	12,2	11,9	11,5
davon Goodwill	8,9	8,9	8,9	8,9
Sachanlagen	8,5	8,2	8,1	8,0
Finanzielle Vermögenswerte	0,8	0,8	0,7	0,6
Sonst. Forderungen und Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>28,2</b>	<b>28,9</b>	<b>29,8</b>	<b>33,3</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus LuL	17,7	20,1	19,5	20,1
Finanzielle Vermögenswerte	1,7	1,7	1,7	1,7
Sonst. Forderungen und Vermögenswerte	1,0	1,1	1,1	1,1
Liquide Mittel	7,7	5,9	7,4	10,4
Zur Veräuß. vorgeseh. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>50,2</b>	<b>50,1</b>	<b>50,4</b>	<b>53,5</b>

**PASSIVA**

<b>Eigenkapital</b>	<b>22,0</b>	<b>23,0</b>	<b>25,1</b>	<b>27,6</b>
Gezeichnetes Kapital	3,5	3,5	3,5	3,5
Rücklagen	16,1	16,1	17,3	18,7
Sonstiges Eigenkapital	0,0	0,0	0,0	0,0
Minderheitenanteile	2,4	3,4	4,4	5,5
Eigene Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>4,8</b>	<b>1,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>
Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzielle Verbindlichkeiten	4,0	1,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	0,9	0,9	0,9	0,9
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>23,4</b>	<b>25,2</b>	<b>24,5</b>	<b>25,0</b>
Verbindlichkeiten aus LuL	19,4	21,4	20,8	21,4
Sonstige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzielle Verbindlichkeiten	2,3	2,1	2,0	1,9
Sonstige Verbindlichkeiten	1,6	1,7	1,7	1,7
Schuld. a. zur Veräuß. gehalt. Veräußerungsgruppen	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>50,2</b>	<b>50,1</b>	<b>50,4</b>	<b>53,5</b>

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: ecotel communication und DZ BANK  
Schätzung

**DAS UNTERNEHMEN IN ZAHLEN**

Mio. Euro	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>				
Gesamtleistung	108,6	117,8	114,3	117,8
Materialkosten	-78,6	-87,9	-82,6	-84,4
Personalkosten	-11,9	-12,8	-13,0	-13,2
Sonst. betr. Erträge/Aufwendungen	-10,3	-10,1	-10,7	-11,2
EBITDA	7,9	7,0	8,0	9,0
<hr/>				
Abschreibungen	-4,2	-4,2	-4,1	-4,1
davon: Goodwillabschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0
Betriebsergebnis (EBIT)	3,6	2,8	3,9	4,9
<hr/>				
Finanzergebnis	-0,1	-0,1	0,0	0,1
Ergebnis vor Steuern	3,5	2,7	3,9	5,0
<hr/>				
Ertragsteuern (fortgeführt)	-1,1	-0,9	-1,3	-1,7
Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)	2,4	1,8	2,5	3,3
Ergebnis nach Ertragsteuern (nicht fortgeführt)	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Ertragsteuern	2,4	1,8	2,5	3,3
Ergebnisanteile der Minderheiten	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1
Ergebnis nach Anteilen Dritter	1,6	0,9	1,5	2,2
<hr/>				
<b>Bilanz</b>				
Langfristige Vermögenswerte	22,0	21,2	20,7	20,2
davon Goodwill	8,9	8,9	8,9	8,9
Kurzfristige Vermögenswerte	28,2	28,9	29,8	33,3
davon liquide Mittel	7,7	5,9	7,4	10,4
<hr/>				
Eigenkapital	22,0	23,0	25,1	27,6
Langfristige Verbindlichkeiten	4,8	1,8	0,8	0,8
Kurzfristige Verbindlichkeiten	23,4	25,2	24,5	25,0
Bilanzsumme	50,2	50,1	50,4	53,5
<hr/>				
<b>Kapitalflussrechnung</b>				
CF betrieblich fortgeführt	8,5	5,7	6,6	7,4
CF betrieblich nicht fortgeführt	0,0			
CF Investitionen fortgeführt	-3,2	-3,4	-3,6	-3,5
CF Investitionen nicht fortgeführt	0,0			
Free CF fortgeführt	5,4	2,3	3,0	3,8
Free CF nicht fortgeführt	0,0			
CF Finanzierung fortgeführt	-2,6	-4,1	-1,6	-0,9
CF Finanzierung nicht fortgeführt	0,0			
Veränderung der liquiden Mittel	2,8	-1,8	1,5	2,9
<hr/>				
Geschäftsjahresende per 31.12.				
<hr/>				

Quelle: ecotel communication und DZ BANK  
Schätzung

<b>EQUITY SALES</b>	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
<b>SALES TRADING</b>	Marina Semmler	+49 – (0)69 – 74 47 – 13 81	marina.semmler@dzbank.de
<b>DERIVATIVES SALES</b>	Berthold Grünebaum	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 91 95	berthold.gruenebaum@dzbank.de
<b>DEPOT A SALES AKTIEN, ROHSTOFFE</b>	Sven Köhler	+49 – (0)69 – 74 47 – 78 71	sven.koehler@dzbank.de
<b>SALES DRITTMARKT (IN- UND AUSLAND)</b>	Tobias Gabel	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 03 77	tobias.gabel@dzbank.de
<b>AKTIENANLEIHEN/DISCOUNTZERTIFIKATE</b>	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, Frank Westhoff, 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, 2016 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 zu Methoden, Verfahren, zur Conflicts of Interest Policy** des **DZ BANK Research** sowie **Statistiken**, können **kostenfrei** unter [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) eingesehen und abgerufen werden.

**2. Zuständige Aufsichtsbehörden**

- Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. als Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:
- **Europäische Zentralbank** - [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)  
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
  - **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - [www.bafin.de](http://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 eigene 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 für die nachfolgend bezeichneten Objekte die folgenden Bedeutungen:

**4.1 Aktien:**  
**"Kaufen"** bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute *Kurssteigerung* größer ist als 5%.  
**"Verkaufen"** bedeutet, dass der in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute *Kursverfall* größer ist als 5%.  
**"Halten"** bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute *Kursveränderung* zwischen +5% und -5% liegt.  
 Diese Definitionen gelten sowohl für die **Fundamentalanalyse** als auch für die **Technische (Chart-)Analyse**. Letztere betrachtet jedoch einen deutlich kürzeren Zeitraum.

**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:  
**"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 Portfolio)*, ihrer definierten *Branchenstrategie Euro-Stoxx (DZ BANK Sektorfavoriten)*, ihrer definierten Bewertung von *Auszahlungen an Berechtigte (DZ BANK Dividendenaristokraten)* 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 zugehörigen *Methoden* wird hingewiesen.

**5. Vorgesehene Aktualisierungen und Geltungszeiträume von Anlageempfehlungen**

**5.1** 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 **Publikation**.

**5.2** Die **Geltungszeiträume** für **Finanzanalysen** sind bei:

<b>Aktien:</b>	
Fundamentalanalyse	drei Monate
Technische Analyse	eine Woche
<b>Fixed-Income-Instrumente:</b>	
Emittenten	sechs Monate

**5.3** Die **Bewertungen isolierter Aspekte ohne Anlageempfehlung** haben folgende Geltungszeiträume:

<b>Nachhaltigkeitsanalysen:</b>	ein Monat
<b>Analysen nach dem Value-Ansatz:</b>	ein Monat
<b>Analysen zur Asset Allocation (DZ BANK Portfolio):</b>	ein Monat
<b>Euro-Stoxx-Branchenstrategie (DZ BANK Sektorfavoriten):</b>	ein Monat
<b>Dividenden (DZ BANK Dividendenaristokraten):</b>	drei Monate

**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** unter [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) **eingesehen und abgerufen werden**.

**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

<sup>1)-12)</sup> Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

- 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, gemangelt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser *Policy*, die **kostenfrei** unter [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://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 vierteljährliche Angabe über den Anteil der in 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](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) eingesehen und abgerufen werden.**
- 7.9** 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:
- 1)** 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.
  - 2)** 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.
  - 3)** 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.
  - 4)** Der Emittent hält mehr als 5% des insgesamt ausgegebenen Aktienkapitals der DZ BANK.
- 5)** 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.
  - 6)** 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.
  - 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 insbesondere, mit Ausnahme des Investmentbanking, 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. Nutzung von Finanzanalysen**
- 8.1 Adressaten**
- Finanzanalysen** der DZ BANK richten sich ausschließlich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Sie sind daher grundsätzlich **nicht** für **Privatkunden** geeignet, es sei denn, eine Finanzanalyse ist **ausdrücklich** als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet. Finanzanalysen werden von der DZ BANK erstellt und von der DZ BANK für die Verteilung an die vorgenannten Adressaten in **Deutschland** sowie unter den in **Absatz 8.4 und 8.5 genannten Bedingungen zusätzlich in den beiden dort genannten Ländern** genehmigt. Eine Weitergabe von Finanzanalysen an Privatkunden in Deutschland erfolgt in der Regel durch die örtliche Volksbank Raiffeisenbank oder Kooperationsbank.
- 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 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.**

<sup>1)-12)</sup> Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

#### 8.4 Nutzungsbeschränkungen im Ausland

Diese Research-Publikation 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 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) geschlossen. Die vorgenannten Transaktionen über Wertpapiere 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 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.

Die Research-Publikation 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. 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 DZ BANK nutzt durch die **DZ BANK Singapore Branch**, die nach Cap.110 des Financial Advisors Act (FAA) sowie Regulation 33 der Financial Advisors Regulation (FAR) für **'Financial Advisory Services Type 2'** lizenziert ist, die Ausnahme für 'Foreign Research Houses' nach Regulation 32C (1) der FAR, um bestimmte, nach **FAS Type 2** zugelassene Research-Publikationen durch **DZ BANK Singapore Branch** **ausschließlich** an **'accredited investors', 'expert investors' oder 'institutional investors'** weiterzugeben.

Diese Research-Publikation darf daher ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, **nicht aber von anderen Personen**, in die Republik Singapur gebracht und dort ausschließlich an **'accredited investors', 'expert investors' oder 'institutional investors'** weitergegeben werden. Empfänger dieser Research-Publikation in Singapur wenden sich in allen Angelegenheiten mit Bezug zu dieser Research-Publikation ausschließlich an die DZ BANK Singapore Branch.

Diese Research-Publikation wurde in der Bundesrepublik Deutschland nach dem dort geltenden Recht verfasst. Daher wurden möglicherweise nicht alle in Singapur geltenden Bestimmungen über die Erstellung von Research-Publikationen eingehalten. Sie ist nur für die allgemeine Information der vorgenannten Investorengruppen in Singapur durch die DZ BANK Singapore Branch bestimmt. **Diese Research-Publikation berücksichtigt nicht die individuellen Anlageziele, finanziellen Gegebenheiten und persönlichen Notwendigkeiten einer bestimmten Person.** Zur Beurteilung der Geeignetheit eines hierin genannten Finanzinstruments für einen bestimmten Anleger muss vor einer Investition ein sachkundiger Anlageberater konsultiert werden, der die individuellen Voraussetzungen für eine konkrete Investition prüft.

#### 8.5 Ansprechpartner der DZ BANK im Ausland

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.

##### in den Vereinigten Staaten von Amerika (USA):

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

**Ausführliche Darstellungen der vom DZ BANK Research genutzten allgemein anerkannten sowie selbst entwickelten Methoden und Verfahren können kostenfrei unter [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) eingesehen und abgerufen werden.**

### III. DISCLAIMER

1. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an Geeignete Gegenparteien sowie professionelle Kunden. Es ist daher grundsätzlich nicht für Privatkunden geeignet, es sei denn, es ist ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet.

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 Verteilung an die vorgenannten Adressaten in Deutschland 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', 'expert investors' oder 'institutional 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.

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, 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 Umsatzziele, 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

<sup>1)-12)</sup> Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

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.

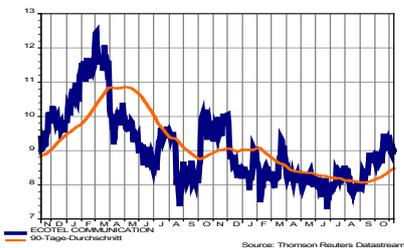
6. Die Informationen und Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung 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 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 Emittenten 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.

**Ergänzende Information von Markit Indices Limited**

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.



**RATING-HISTORIE**

Empfehlung	Datum	Kurs
Kaufen	28.9.2011	5,00 EUR

<sup>1)-12)</sup> Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.