

# TELEKOMMUNIKATION

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## ecotel communication<sup>3)6)</sup>

Reuters: E4CG.DE

Bloomberg: E4C GY

Jahr *	Umsatz		Bereinigtes IFRS-Ergebnis je Aktie		Cashflow je Aktie		KGV	KCF	Dividende je Aktie EUR
	Mio. EUR	(Mio. EUR)	EUR	(EUR)	EUR	(EUR)			
2011	84,5	(81,9)	0,42	(0,39)	1,26	(1,21)	11,5	3,8	0,00
2012e	83,9	(79,8)	0,37	(0,52)	1,17	(1,31)	14,0	4,5	0,00
2013e	84,4	(80,4)	0,62	(0,73)	1,32	(1,45)	8,4	3,9	0,00
2014e	84,7	(-)	0,81	(-)	1,45	(-)	6,5	3,6	0,00

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

### Mittelfristig Neuaufträge oder Kostensenkungsprogramm erforderlich

- » Ecotel hat **gute Geschäftszahlen für 2011** vorgelegt. Während der Umsatz planungsgemäß um 14% zurückging, legte der Rohertrag um 7% auf EUR 24,6m und das EBITDA um 45% auf EUR 7,1m zu. Das Unternehmen erwirtschaftete einen Free Cash Flow von knapp EUR 5m und einen Gewinn nach Steuern von EUR 1,1m.
- » Für **2012** erwartet das Management einen Umsatz in der Spanne von EUR 80-90m und ein **EBITDA** in der Bandbreite **von EUR 6-7m**. Darüber hinaus hat die Unternehmensleitung das Ziel bekräftigt, in **2013** bei vergleichbarem Umsatzniveau eine **EBITDA-Marge von 10%** zu erzielen.
- » Nach detaillierter Analyse der von Ecotel veröffentlichten Zahlen stufen wir die **Guidance für 2012** als **erreichbar** ein, **versehen aber das Ertragsziel für 2013 erstmals mit Fragezeichen**. Wir verweisen darauf, dass sich der Preselection-Kundenschwund in der Branche fortsetzt, Ecotel diese Erosion aber nach der weitgehend abgeschlossenen Vollanschlussmigration künftig nur noch durch Neukundengewinnung kompensieren kann. Als weitere, vermutlich kleinere Risikofaktoren führen wir die regulatorisch verordnete Tarifansagepflicht im Call-by-Call-Geschäft sowie den Geschäftsverlauf von Nacamar ins Feld. Wir sind davon überzeugt, dass Ecotel größere Neuaufträge oder ein Kostensenkungsprogramm benötigt, um die finanziellen Mittelfristziele zu erreichen.
- » Wir haben unsere **EBITDA-Prognosen für 2012/13 um 10% gesenkt**, können jedoch unser Aktienkursziel aufrechterhalten, weil wir in unserer Initiierungsstudie vom September 2011 einen Bewertungspuffer eingebaut hatten. Mit dem vom Ecotel-Vorstand avisierten Aktienrückkaufprogramm dürfte unser Kursziel wahrscheinlich schneller erreicht werden.

Ausgewählte Unternehmen	Kurs am 4.4.2012	KGV		EV / EBITDA		EV / Umsatz 12e	Anl.-urteil
		12e	13e	12e	13e		
ecotel communication	5,20 EUR	14,0	8,4	3,6	2,6	0,27	↑
QSC	2,07 EUR	10,6	9,1	3,4	3,1	0,58	↓
United Internet	13,88 EUR	17,8	13,1	9,5	7,1	1,33	↑
Mox Telecom AG	5,15 EUR	5,3	3,9	-	-	-	-
freenet	12,39 EUR	6,7	6,4	5,1	4,8	0,58	↑
<b>Median bez. auf alle Vergleichswerte</b>		<b>8,7</b>	<b>7,8</b>	<b>5,1</b>	<b>4,8</b>	<b>0,58</b>	-

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

## AKTIEN

Flash  
5.4.2012

### Kaufen (zuvor Kaufen)

Schlusskurs am 4.4.2012

(in EUR): 5,20

Fair Value: 7,00 (zuvor 7,00)

Risikoklasse: 5

### Finanzkennzahlen 2012e:

Buchwert je Aktie (in EUR):	5,63
EK-Quote (in %):	50,6
Nettorendite (in %):	2,4
ROE nach Steuern (in %):	8,8
Dividendenrendite (in %):	0,0
Free Cashflow (in Mio. EUR):	3,8
Net Debt (in Mio. EUR):	0,6

### Anzahl Aktien

(Mio. Stück): 3,9

### Marktkapitalisierung

(in Mio. EUR): 20,28

Free Float (in %): 21,6

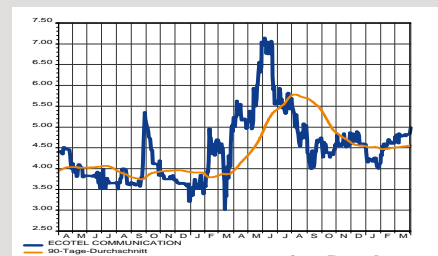
WKN: 585434

ISIN: DE0005854343

Datastream: D:E4CX

### Nächster Newsflow:

Q1-Zahlen im Mai 2012



Ersteller: Joeri Sels, Analyst

**DZ BANK**  
Zusammen geht mehr.

## AUF EINEN BLICK

### Unternehmensbeschreibung

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

### Begründung des Anlageurteils

In den letzten Quartalen gelang es Ecotel, das operative Geschäft zu stabilisieren und parallel die Verschuldung stark abzubauen. Die künftigen Perspektiven sind durchweg gut. Wir erwarten in den kommenden Jahren deutlich steigende Gewinne. Diese Aussichten sind in der gegenwärtigen Unternehmensbewertung noch nicht enthalten.

### Kursrelevante aktuelle Themen

- » Stabilisierung des Geschäfts
- » Steigerung der Marge

### Chancen und Risiken

Chancen	Risiken
Besser als erwartete Geschäftsentwicklung	Abschreibung auf Nacamar
Vorzeitige Dividende	Hohes Preselection-Exposure
Konsolidierung	

## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Mio. Euro	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>84,5</b>	<b>83,9</b>	<b>84,4</b>	<b>84,7</b>	<b>84,7</b>
Bestandsveränd./Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>84,5</b>	<b>83,9</b>	<b>84,4</b>	<b>84,7</b>	<b>84,7</b>
% ggü. Vorjahr	-14%	-1%	1%	0%	0%
Materialkosten	-59,9	-59,9	-60,2	-60,4	-60,4
Personalkosten	-9,7	-9,4	-9,1	-8,8	-8,8
Sonstige betriebliche Erträge	1,6	1,0	1,0	1,0	1,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9,5	-9,3	-8,9	-8,5	-8,5
Sondererträge/-aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>7,0</b>	<b>6,3</b>	<b>7,2</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>
Nachrichtlich: EBITDA bereinigt	6,8	6,3	7,2	8,0	8,0
Abschreibungen	-3,9	-3,1	-2,8	-2,5	-2,3
davon: Goodwillabschreibungen	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>4,5</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>
Nachrichtlich: EBIT bereinigt	3,5	3,2	4,5	5,5	5,7
% ggü. Vorjahr	133%	-9%	40%	22%	4%
Finanzergebnis	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	0,0
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>4,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,6</b>
Nachrichtlich: EBT bereinigt	3,1	2,9	4,3	5,3	5,6
% ggü. Vorjahr	343%	-5%	47%	24%	5%
Ertragsteuern (fortgeführt)	-1,0	-0,9	-1,3	-1,6	-1,7
Steuerquote	37%	30%	30%	30%	30%
<b>Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>3,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>
Ergebnis nach Ertragsteuern (nicht fortgeführt)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis nach Ertragsteuern</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>3,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>
Ergebnisanteile der Minderheiten	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
<b>Ergebnis nach Anteilen Dritter</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>2,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>
davon: aus fortgeführten Geschäftsbereichen	1,1	1,5	2,4	3,1	3,3
davon: aus nicht fortgeführten Geschäftsber.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewicht. dschn. Anz. Aktien, verwäss. (Mio. Stck.)	3,900	3,900	3,900	3,900	3,900
IFRS-Ergebnis je Aktie, verwässert	0,28	0,37	0,62	0,81	0,86
Bereinigtes Ergebnis je Aktie, verwässert (fortgeführt)	0,42	0,37	0,62	0,81	0,86

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: ecotel communication und DZ BANK  
Schätzung

**KENNZAHLEN**

Euro	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
<b>GuV-Kennzahlen</b>					
Gesamtleistung (in Mio.)	84,5	83,9	84,4	84,7	84,7
EBITDA-Rendite	8,0%	7,5%	8,6%	9,4%	9,4%
EBIT-Rendite	4,1%	3,8%	5,3%	6,4%	6,7%
Nettorendite	2,6%	2,4%	3,6%	4,4%	4,7%
Investitionsquote	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>F&amp;E-Quote</b>					
Sonst. betr. Aufw. u. Ertr. / Gesamtl.	9,3%	9,9%	9,4%	8,8%	8,8%
Finanzergebnis / Gesamtl.	-0,5%	-0,3%	-0,2%	-0,1%	-0,1%
Zinsdeckungskoeffizient	7,8	12,6	26,1	51,4	131,7
Dschn. Umsatzwachstum nächste 5 J.	0,0%				
Dschn. Ergebniswachstum nächste 5 J.	16,7%				

<b>Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen</b>					
Eigenkapitalrendite (ROE)	10,4%	8,8%	11,4%	12,4%	11,5%
Betriebskapitalrendite (ROCE)	15,4%	14,9%	22,1%	28,1%	30,1%

<b>Produktivitätskennzahlen</b>					
Umsatz je Mitarbeiter (in Tsd.)					
EBIT je Mitarbeiter (in Tsd.)					

<b>Bilanzkennzahlen</b>					
Eigenkapitalquote	47,1%	50,6%	54,3%	57,5%	60,5%
Anlagendeckungsgrad	118,4%	134,4%	154,5%	178,0%	202,2%
Liquidität (Quick Ratio)	126,8%	151,3%	181,1%	211,8%	242,6%
Forderungen / Gesamtl.	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%
Investitionen / Abschreibungen		54,8%	61,7%	67,7%	74,3%
Working Capital-Quote	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Net Debt (in Mio.)	4,1	0,6	-3,4	-8,0	-12,5
Net Debt komplett (in Mio.)	2,9	-0,6	-4,6	-9,2	-13,7

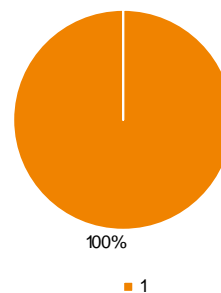
<b>Kennziffern je Aktie</b>					
Ergebnis je Aktie, verwässert	0,42	0,37	0,62	0,81	0,86
Cash Earnings je Aktie, verwässert	1,26	1,17	1,32	1,45	1,44
Dividende je StA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash je Aktie, verwässert	1,59	2,22	3,08	4,25	5,41
Net Debt je Aktie, verwässert	1,05	0,17	-0,88	-2,04	-3,20

<b>Bewertungskennzahlen</b>					
Enterprise Value / Umsatz	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1
Enterprise Value / EBITDA	3,5	3,6	2,6	1,9	1,4
Enterprise Value / EBIT	6,8	7,0	4,2	2,8	2,0
EV/Umsatz zu Umsatzwachstum	-0,09	6,54	5,49	4,33	3,20
PEG-Ratio StA		0,84			

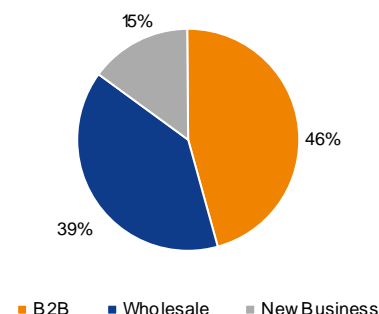
Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: ecotel communication, DZ BANK Schätzung

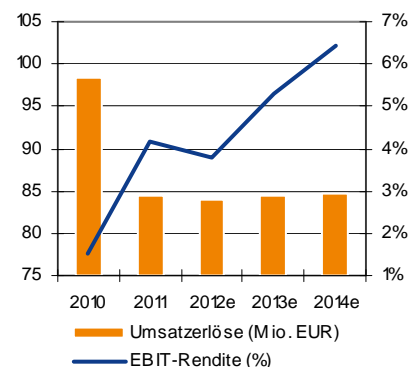
**UMSATZ NACH REGIONEN 2010**



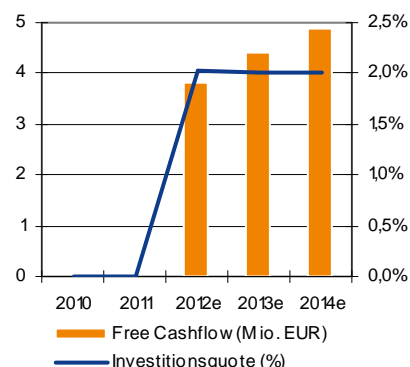
**UMSATZ NACH GESCHÄFTSFELDERN 2010**



**UMSATZ- UND MARGENTWICKLUNG**



**FREE CASHFLOW UND INVESTITIONSQUOTE**



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

	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
<b>GuV (Mio. EUR)</b>					
Gesamtleistung	84,5	83,9	84,4	84,7	84,7
Materialkosten	-59,9	-59,9	-60,2	-60,4	-60,4
Personalkosten	-9,7	-9,4	-9,1	-8,8	-8,8
Sonst. betr. Erträge/Aufwendungen	-7,9	-8,3	-7,9	-7,5	-7,5
EBITDA	7,0	6,3	7,2	8,0	8,0
Betriebsergebnis (EBIT)	3,1	3,2	4,5	5,5	5,7
Finanzergebnis	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	0,0
Ertragsteuern (fortgeführt)	-1,0	-0,9	-1,3	-1,6	-1,7
Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)	1,7	2,1	3,0	3,7	3,9
Ergebnis nach Ertragsteuern	1,7	2,1	3,0	3,7	3,9
Ergebnis nach Anteilen Dritter	1,1	1,5	2,4	3,1	3,3
<b>GuV-Kennzahlen</b>					
EBITDA-Rendite	8,0%	7,5%	8,6%	9,4%	9,4%
EBIT-Rendite	4,1%	3,8%	5,3%	6,4%	6,7%
Steuerquote	37,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Nettorendite	2,6%	2,4%	3,6%	4,4%	4,7%
Investitionsquote	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Dschn. Umsatzwachstum nächste 5 J.	0,0%				
Dschn. Ergebniswachstum nächste 5 J.	16,7%				
<b>Bilanzkennzahlen</b>					
Eigenkapitalquote	47,1%	50,6%	54,3%	57,5%	60,5%
Anlagendeckungsgrad	118,4%	134,4%	154,5%	178,0%	202,2%
Liquidität (Quick Ratio)	126,8%	151,3%	181,1%	211,8%	242,6%
Forderungen / Gesamtl.	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%
Investitionen / Abschreibungen		54,8%	61,7%	67,7%	74,3%
Working Capital-Quote	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
<b>Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)</b>					
CF betrieblich fortgeführt	0,0	5,4	5,9	6,4	6,3
CF betrieblich nicht fortgeführt	0,0				
CF Investitionen fortgeführt	0,0	-1,6	-1,5	-1,5	-1,4
CF Investitionen nicht fortgeführt	0,0				
Free CF fortgeführt	0,0	3,8	4,4	4,9	4,9
Free CF nicht fortgeführt	0,0				
CF Finanzierung fortgeführt	0,0	-1,4	-1,0	-0,3	-0,3
CF Finanzierung nicht fortgeführt	0,0				
Veränderung der liquiden Mittel	0,0	2,5	3,4	4,6	4,5
<b>Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen</b>					
Eigenkapitalrendite (ROE)	10,4%	8,8%	11,4%	12,4%	11,5%
Betriebskapitalrendite (ROCE)	15,4%	14,9%	22,1%	28,1%	30,1%
<b>Kennziffern je Aktie (EUR)</b>					
Ergebnis je Aktie, verwässert	0,42	0,37	0,62	0,81	0,86
Cash Earnings je Aktie, verwässert	1,26	1,17	1,32	1,45	1,44
Net Debt je Aktie, verwässert	1,05	0,17	-0,88	-2,04	-3,20
<b>Bewertungskennzahlen</b>					
Enterprise Value / Umsatz	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1
Enterprise Value / EBITDA	3,5	3,6	2,6	1,9	1,4
Enterprise Value / EBIT	6,8	7,0	4,2	2,8	2,0
KGV StA	11,5	14,0	8,4	6,5	6,1

---

2011

2012e

2013e

2014e

2015e

---

Quelle: ecotel communication und DZ BANK  
Schätzung

**RESEARCH-TEAM TELEKOMMUNIKATION**

Christoph Bast		+49 – (0)69 – 74 47 – 36 33	christoph.bast@dzbank.de
Oliver Finger, CEFA		+49 – (0)69 – 74 47 – 63 40	oliver.finger@dzbank.de
Harald Heider		+49 – (0)69 – 74 47 – 60 93	harald.heider@dzbank.de
Marcus Pratsch		+49 – (0)69 – 74 47 – 15 82	marcus.pratsch@dzbank.de
Thorsten Reigber		+49 – (0)69 – 74 47 – 90 356	thorsten.reigber@dzbank.de
Joeri Sels		+49 – (0)69 – 74 47 – 62 45	joeri.sels@dzbank.de

**SALES INSTITUTIONELLE**

Deutschland, Benelux, Skandinavien, Schweiz, Österreich, UK	Sandra Münstermann	+49 – (0)69 – 74 47 – 49 90	sandra.muenstermann@dzbank.de
--	--------------------	-----------------------------	-------------------------------

**Equity Sales**

Deutschland	Kai Böckel	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 28	kai.boeckel@dzbank.de
Benelux, Skandinavien	Heiko Klebing	+49 – (0)69 – 74 47 – 49 95	heiko.klebing@dzbank.de
Schweiz	Petra Bukan	+49 – (0)69 – 74 47 – 4992	petra.bukan@dzbank.de
Österreich	Thomas Reichelt	+49 – (0)69 – 74 47 – 6709	thomas.reichelt@dzbank.de
UK	Ralf Schmidgall	+44 - 20 - 7776 – 6080	ralf.schmidgall@dzbank.de
	Lars Wohlers	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 34	lars.wohlers@dzbank.de

**Sales Trading**

Sales Trading	Sacha Kaiser	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 28 28	sacha.kaiser@dzbank.de
---------------	--------------	-------------------------------	------------------------

**DERIVATIVES SALES**

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

**ZUGANG ZU DZ RESEARCH (KONTAKT ANJA.BECK@DZBANK.DE)**

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

**ANSPRECHPARTNER DEPOT A**

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

**ANSPRECHPARTNER SALES RETAIL**

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

**IMPRESSUM**

Herausgeber: DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main  
 Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorsitzender), Lars Hille, Wolfgang Köhler, Hans-Theo Macke, Albrecht Merz, Thomas Ullrich, Frank Westhoff  
 Verantwortlich: Stefan Bielmeier, Leiter Research und Volkswirtschaft  
 © DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main 2012  
 Nachdruck und Vervielfältigung nur mit Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

**ZEITLICHE BEDINGUNGEN VORGESEHENER AKTUALISIERUNGEN (AKTIEN) UND ZEITLICHE ANGABEN ZU KURSEN/PREISEN**

Die DZ BANK führt eine Liste der Unternehmen, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Masterliste") veröffentlicht werden. Zu allen Unternehmen auf der Masterliste werden kursrelevante Ereignisse kommentiert. Ob und warum solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK. Darüber hinaus werden für Werte auf der Masterliste umfangreiche Analysen verfasst. Für welche Unternehmen solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK. Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Masterliste aufgeführte Unternehmen die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird. Die Aktienkurse sind Datastream entnommen auf Basis der angegeb. Datastream-Kürzel; es sind Schlusskurse gemäß Datastream-Systematik.

**ZUSTÄNDIGE AUFSICHTSBEHÖRDE**

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt am Main, Germany

**VERANTWORTLICHES UNTERNEHMEN**

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

**VERGÜTUNG DER ANALYSTEN**

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

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

Die DZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

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

Weitere Informationen und Pflichtangaben zu Finanzanalysen finden Sie unter [www.dzbank.de](http://www.dzbank.de)

**DISCLAIMER**

1. a) Dieses Dokument wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland ("DZ BANK") erstellt und von der DZ BANK für die Verteilung in Deutschland und solchen Orten, die nachstehend genannt sind, genehmigt. Die Analysten, die dieses Dokument verfasst haben, sind bei der DZ BANK angestellt.  
 b) Unsere Empfehlungen stellen keine Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach besten Kräften erstellte Beurteilung der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments wieder und können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Dokument darf in allen Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin beziehungsweise Wertpapiere durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.  
 c) Dieses Dokument wurde Ihnen lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, an andere Personen weiter verteilt oder veröffentlicht werden.  
 d) Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend geben die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Des Weiteren übernimmt die DZ BANK keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.  
 Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.  
 e) Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden. Die Informationen in diesem Dokument stellen keine Anlageberatung dar. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig.  
 f) Die DZ BANK ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research-Analysten der DZ BANK liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften bestrebt sind bzw. sein werden, Investment Banking- oder sonstige Geschäfte von dem bzw. den Unternehmen, die Gegenstand dieser Studie sind, zu akquirieren, und dass die Research-Analysten, die an der Erstellung dieser Studie beteiligt waren, im Rahmen des geltenden Rechts am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.  
 g) Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der DZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Wertpapieren oder Futures von Unternehmen haben, die vom Analysten gecovert werden.  
 2. **Spezifische Angaben für die Vereinigten Staaten von Amerika und Kanada:**  
 Dieses Research-Dokument wird US-amerikanischen Investoren durch die DZ BANK gemäß Vorschrift 15a-6 des *Securities and Exchange Act of 1934* zur Verfügung gestellt. Im Falle von Aktienresearch geschieht dies in Kooperation mit Auerbach



Grayson and Company, Inc., ein in den USA registrierter Broker-Dealer („Auerbach“). Die Verteilung an US Investoren erfolgt entweder durch Auerbach, entsprechend der Vorschriften der „Financial Industry Regulatory Authority“ der USA oder direkt durch die DZ BANK an große institutionelle Investoren entsprechend der Definition in Vorschrift 15a-6. Im Falle einer direkten Verteilung durch die DZ BANK ist es ausschließlich dazu bestimmt, von diesen gelesen zu werden. Jeder Auftrag zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, die in diesem Dokument analysiert werden, muss bei Auerbach platziert werden. Sie erreichen Auerbach in der 25 West 45th Street, New York, NY 10036, 212-557-4444. Dieses Dokument wurde außerhalb der Vereinigten Staaten von Analysten verfasst, für die möglicherweise keine Vorschriften über die Erstellung von Analysen und die Unabhängigkeit von Research-Analysten gelten, die den Vorschriften entsprechen, die in den Vereinigten Staaten gelten. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen, Schätzungen und Prognosen sind diejenigen der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments und können ohne Mitteilung geändert werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden von der DZ BANK aus Quellen zusammengestellt, die als zuverlässig eingeschätzt wurden; es übernimmt jedoch weder die DZ BANK noch ihre Tochtergesellschaften noch irgendeine andere Person ausdrücklich oder stillschweigend irgendwelche Garantien oder Gewährleistungen bezüglich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit dieses Dokuments. Im Anwendungsbereich der bundesrechtlichen Rechtsvorschriften der Vereinigten Staaten von Amerika (USA) oder dem Recht der Einzelstaaten der USA geht der vorstehende Garantie-, Haftungs- und Gewährleistungsausschluss der Klausel zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 1 d) vor. Die in diesem Dokument analysierten Wertpapiere/ADRS sind entweder an einer US-amerikanischen Börse notiert bzw. werden am US-amerikanischen Over-the-Counter-Markt oder ausschließlich am Devisenmarkt gehandelt. Diejenigen Wertpapiere, die nicht in den USA registriert sind, dürfen nicht innerhalb der USA oder US-amerikanischen Personen angeboten oder innerhalb der USA oder an US-amerikanische Personen verkauft werden (im Sinne von Regulation S und gemäß Securities Act of 1933 (das „Wertpapiergesetz“), es sei denn, es liegt eine Ausnahme entsprechend des Wertpapiergesetzes vor. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers im Sinne von Abschnitt 5 des Wertpapiergesetzes dar und weder dieses Dokument noch irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitigen Verpflichtung irgendeiner Art. Darüber hinaus ist es nicht zulässig, sich im Zusammenhang mit irgendeinem Vertrag oder einer anderweitigen Verpflichtung auf dieses Dokument oder irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile zu stützen. In Kanada darf dieses Dokument nur an die dort gebietsansässigen Personen verteilt werden, die, befreit von der Prospektpflicht gemäß den im jeweiligen Territorium bzw. der jeweiligen Provinz geltenden wertpapierrechtlichen Bestimmungen, berechtigt sind, Abschlüsse im Zusammenhang mit den hierin beschriebenen Wertpapieren zu tätigen.

3.a) **Spezifische Angaben für Großbritannien:** Die DZ BANK unterliegt hinsichtlich ihrer Verhaltens- und Organisationspflichten der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Soweit allerdings dieses Dokument in Großbritannien verteilt wird, darf es nur an berechtigte Gegenparteien (*Eligible Counterparties*) und professionelle Kunden (*Professional Clients*) entsprechend der Definition dieser Begriffe in den FSA (Financial Services Authority) Regularien verteilt und an diese gerichtet sein (diese Personen werden folgend als „relevante Personen“ bezeichnet). Keine anderen als die relevanten Personen sollen auf der Grundlage dieses Dokuments handeln oder darauf vertrauen. Jede Investitionen oder Investmentaktivität, auf die sich dieses Dokument bezieht, steht nur relevanten Personen zur Verfügung und nur relevante Personen können diese Investitionen tätigen.

- b) Die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften schließen ausdrücklich alle Bedingungen, Garantien, Gewährleistungen und Bestimmungen (gleich, ob sie auf Gesetz, *Common Law* oder auf anderer Grundlage beruhen) jeglicher Art aus, gleichgültig, ob sie sich auf die Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Information oder der in diesem Dokument vertretenen Meinungen oder Sonstiges beziehen. Ferner übernimmt die DZ BANK keinerlei Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste jeglicher Art, gleichgültig, ob sie aus einer Vertragsverletzung, unerlaubter Handlung (inklusive Fahrlässigkeit), Verletzung einer gesetzlichen Pflicht, Freistellung oder sonstigen Tatbeständen herrühren, welche durch die Veröffentlichung und/oder Nutzung dieses Dokuments entstanden sind. Mit keiner Angabe in diesem Disclaimer ist beabsichtigt, die Haftung für (i) Betrug, (ii) den Tod oder körperliche Verletzungen aufgrund von Fahrlässigkeit, (iii) Verletzung von Bedingungen mit Bezug auf Ansprüche gemäß Abschnitt 2 *Sale of Goods Act 1979* und/oder Abschnitt 2 *Supply of Goods and Services Act 1982*, oder (iv) in Bezug auf Tatbestände, bei denen die Haftung kraft Gesetzes nicht begrenzt oder aufgehoben werden darf, ganz oder teilweise auszuschließen. Im Anwendungsbereich der in England geltenden Rechtsvorschriften geht diese Ziffer 3 b) den Bestimmungen zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 1 d) vor.
- 4. **Spezifische Angaben für Italien:** Dieses Dokument darf in Italien nur an Personen weitergeleitet werden, die in Artikel 2 (1) (e) der Richtlinie 2003/71/EG definiert sind („Qualifizierte Anleger“). Andere Personen als Qualifizierte Anleger sollten die Informationen in diesem Dokument weder lesen, noch danach handeln oder sich darauf verlassen. Jegliche Handlungen, die in diesem Dokument genannt werden, werden nur mit oder für Qualifizierte Anleger vorgenommen.
- 5.a) **Hinweis:** Sämtliche Fair Value-Werte / Kursziele, die für die in dieser Studie analysierten Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, jedoch nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen der DZ BANK bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich die DZ BANK in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden.
- b) Die DZ BANK ist ebenfalls berechtigt, während des Analysezeitraums eine andere Studie über das Unternehmen zu veröffentlichen, in der kein Fair Value-Wert / Kursziel angegeben wird, sondern Bewertungsprobleme erörtert werden. Die angegebenen Fair Value-Werte / Kursziele sollten im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten Studien und Entwicklungen, welche sich auf das Unternehmen sowie die Branche und Finanzmärkte, in denen das Unternehmen tätig ist, beziehen, betrachtet werden.
- c) Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung des Research Reports. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Emittentin informieren.
- d) Indem Sie dieses Dokument nutzen oder sich gleich in welcher Weise darauf verlassen, akzeptieren Sie die vorstehenden Beschränkungen als für Sie verbindlich. Zusätzliche Informationen über den Inhalt dieser Studie erhalten Sie auf Anfrage.
- e) Sollte sich eine Bestimmung dieses Disclaimers unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar herausstellen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Disclaimers; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.



**RATING-HISTORIE**

<b>Empfehlung</b>	<b>Datum</b>	<b>Kurs</b>
Kaufen	28.9.2011	5,00 EUR

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