

TELEKOMMUNIKATION

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

ecotel communication³⁾⁶⁾

Reuters: E4CG.DE

Bloomberg: E4C GY

Jahr *	Umsatz		Bereinigtes IFRS-Ergebnis je Aktie		Cashflow je Aktie		KGV	KCF	Dividende je Aktie
	Mio. EUR	(98,3)	EUR	(0,00)	EUR	(0,85)			
2010	98,3	(98,3)	0,00	(0,00)	0,85	(0,85)	-	3,9	0,00
2011e	81,9	(79,1)	0,39	(0,37)	1,21	(1,19)	12,4	4,0	0,00
2012e	79,8	(77,8)	0,52	(0,52)	1,31	(1,31)	9,3	3,7	0,25
2013e	80,4	(78,4)	0,73	(0,74)	1,45	(1,46)	6,7	3,4	0,30

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

Umsatz im Kerngeschäft in Q3 stabilisiert

- » Ecotel hat Q3-Zahlen berichtet, die unsere Erwartungen übertroffen haben.
- » Im dritten Quartal hat der Konzern **EUR 21,4m umgesetzt**. Dies sind 13% weniger als ein Jahr zuvor, aber 8% mehr als in Q2. Der sequentiellen Erholung sollten Anleger nicht zu viel Beachtung schenken. Sie geht ausschließlich auf die bessere Performance im Wholesale-Segment zurück, in welchem Ecotel lediglich Minuten „durchschleust“ und dabei extrem niedrige Margen in der Größenordnung von 3-5% realisiert. Hingegen beurteilen wir sehr positiv, dass **im Kerngeschäft, der Geschäftskundensparte, der sinkende Umsatztrend gestoppt werden konnte**. Der Erlös lag in diesem Geschäftsfeld im dritten Quartal mit EUR 10,3m exakt auf dem Niveau des Vorquartals.
- » Ecotel erwirtschaftete in Q3 ein **EBITDA von EUR 1,8m**. Dies ist das **beste Quartalsergebnis seit 2007** und liegt EUR 0,2m über unserer Schätzung. Ein Vergleich mit dem EBITDA von EUR 1,7m in Q2 und von 1,0m im Vorjahr zeigt, dass sich das Unternehmen inmitten des Ertrags-Turnaround befindet.
- » Auf Basis der guten operativen Entwicklung in den ersten neun Monaten **bestätigte** das Management die 2011er **EBITDA-Guidance** von EUR 5,5-6,5m. Den Konzernumsatz sieht der Vorstand dieses Jahr in der Spanne von EUR 80-85m.
- » Wir haben unser Modell überarbeitet und unsere Schätzungen für 2011 leicht angepasst. Unsere optimistischen Prognosen für 2012 und die Folgejahre haben wir nur marginal geändert. Daher lassen wir auch unser **Kursziel bei EUR 7** je Ecotel-Aktie stehen. Wir **bestätigen unser Kaufurteil**.

Ausgewählte Unternehmen	Kurs am 14.11.2011	KGV		EV / EBITDA		EV / Umsatz 11e	Anl.-urteil
		11e	12e	11e	12e		
ecotel communication	4,88 EUR	12,4	9,3	3,8	3,0	0,30	↑
QSC	2,24 EUR	13,9	9,5	4,2	3,5	0,71	↓
United Internet	14,25 EUR	18,7	15,1	10,5	8,4	1,63	↑
Mox Telecom AG	4,89 EUR	-	-	-	-	-	-
freenet	9,44 EUR	5,2	5,5	4,5	4,5	0,51	↑
Median bez. auf alle Vergleichswerte		13,9	9,5	4,5	4,5	0,71	-

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

AKTIEN

Flash
15.11.2011

Kaufen (zuvor Kaufen)

Schlusskurs am 14.11.2011

(in EUR): 4,88

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

Risikoklasse: 5

Finanzkennzahlen 2011e:

Buchwert je Aktie (in EUR):	5,34
EK-Quote (in %):	47,0
Nettorendite (in %):	2,5
ROE nach Steuern (in %):	9,3
Dividendenrendite (in %):	0,0
Free Cashflow (in Mio. EUR):	4,1
Net Debt (in Mio. EUR):	4,3

Anzahl Aktien

(Mio. Stück): 3,9

Marktkapitalisierung

(in Mio. EUR): 19,03

Free Float (in %): 21,6

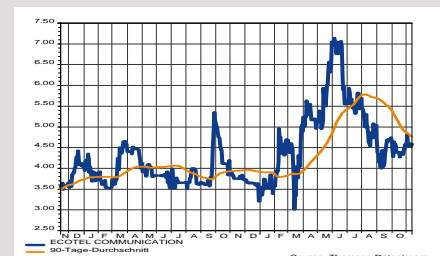
WKN: 585434

ISIN: DE0005854343

Datastream: D:E4CX

Nächster Newsflow:

Q4-Zahlen im Februar 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
- » Dividende

Chancen und Risiken

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

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Mio. Euro	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Umsatzerlöse	98,3	81,9	79,8	80,4	80,4	80,4
Bestandsveränd./Eigenleistungen	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	98,4	81,9	79,8	80,4	80,4	80,4
% ggü. Vorjahr		-17%	-3%	1%	0%	0%
Materialkosten	-75,4	-57,2	-56,5	-56,8	-56,8	-56,8
Personalkosten	-9,4	-9,6	-9,0	-8,6	-8,6	-8,6
Sonstige betriebliche Erträge	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9,7	-9,2	-8,2	-7,8	-7,8	-7,8
Sondererträge/-aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	4,9	6,6	7,0	8,0	8,0	8,0
Nachrichtlich: EBITDA bereinigt	4,8	6,4	7,0	8,0	8,0	8,0
Abschreibungen	-3,4	-3,6	-3,1	-2,8	-2,6	-2,4
davon: Goodwillabschreibungen	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Betriebsergebnis (EBIT)	1,5	3,0	3,9	5,1	5,3	5,5
Nachrichtlich: EBIT bereinigt	1,5	3,2	3,9	5,1	5,3	5,5
% ggü. Vorjahr		116%	22%	31%	4%	3%
Finanzergebnis	-0,8	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1
Ergebnis vor Steuern	0,7	2,6	3,6	4,9	5,2	5,4
Nachrichtlich: EBT bereinigt	0,7	2,8	3,6	4,9	5,2	5,4
% ggü. Vorjahr		303%	28%	36%	5%	4%
Ertragsteuern (fortgeführt)	-0,4	-0,8	-1,1	-1,5	-1,6	-1,6
Steuerquote	57%	30%	30%	30%	30%	30%
Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)	0,3	1,8	2,5	3,5	3,6	3,8
Ergebnis nach Ertragsteuern (nicht fortgeführt)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Ertragsteuern	0,3	1,8	2,5	3,5	3,6	3,8
Ergebnisanteile der Minderheiten	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6
Ergebnis nach Anteilen Dritter	0,0	1,3	2,0	2,9	3,0	3,2
davon: aus fortgeführten Geschäftsbereichen	0,0	1,3	2,0	2,9	3,0	3,2
davon: aus nicht fortgeführten Geschäftsber.	0,0	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	3,900
IFRS-Ergebnis je Aktie, verwässert	0,00	0,34	0,52	0,73	0,78	0,82
Bereinigtes Ergebnis je Aktie, verwässert (fortgeführt)	0,00	0,39	0,52	0,73	0,78	0,82

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: ecotel communication und DZ BANK
Schätzung

KENNZAHLEN

Euro	2010	2011e	2012e	2013e	2014e
GuV-Kennzahlen					
Gesamtleistung (in Mio.)	98,4	81,9	79,8	80,4	80,4
EBITDA-Rendite	4,9%	7,9%	8,8%	9,9%	9,9%
EBIT-Rendite	1,5%	4,0%	4,9%	6,4%	6,6%
Nettorendite	0,3%	2,5%	3,2%	4,3%	4,5%
Investitionsquote	0,0%	2,2%	2,3%	2,2%	2,2%
F&E-Quote					
Sonst. betr. Aufw. u. Ertr. / Gesamtl.	8,8%	10,3%	9,3%	8,7%	8,7%
Finanzergebnis / Gesamtl.	-0,8%	-0,5%	-0,4%	-0,2%	-0,2%
Zinsdeckungskoeffizient	2,5	7,3	12,5	25,8	38,8
Dschn. Umsatzwachstum nächste 5 J.	-4,0%				
Dschn. Ergebniswachstum nächste 5 J.					

Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen					
Eigenkapitalrendite (ROE)	1,5%	9,3%	10,4%	12,8%	12,4%
Betriebskapitalrendite (ROCE)	5,9%	13,7%	17,6%	24,1%	26,0%

Produktivitätskennzahlen					
Umsatz je Mitarbeiter (in Tsd.)					
EBIT je Mitarbeiter (in Tsd.)					

Bilanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	41,2%	47,0%	52,2%	56,2%	59,5%
Anlagendeckungsgrad	96,7%	110,8%	127,2%	143,5%	159,8%
Liquidität (Quick Ratio)	95,6%	114,3%	139,8%	167,2%	195,9%
Forderungen / Gesamtl.	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
Investitionen / Abschreibungen		56,3%	58,4%	64,0%	68,6%
Working Capital-Quote	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Net Debt (in Mio.)	7,9	4,3	0,5	-3,0	-6,3
Net Debt komplett (in Mio.)	6,8	3,2	-0,6	-4,1	-7,4

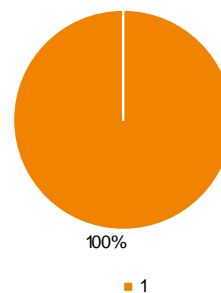
Kennziffern je Aktie					
Ergebnis je Aktie, verwässert	0,00	0,39	0,52	0,73	0,78
Cash Earnings je Aktie, verwässert	0,85	1,21	1,31	1,45	1,45
Dividende je StA	0,00	0,00	0,25	0,30	0,35
Cash je Aktie, verwässert	1,56	2,10	2,57	3,08	3,67
Net Debt je Aktie, verwässert	2,03	1,10	0,13	-0,77	-1,61

Bewertungskennzahlen					
Enterprise Value / Umsatz	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2
Enterprise Value / EBITDA	4,5	3,8	3,0	2,3	2,0
Enterprise Value / EBIT	14,3	7,5	5,4	3,5	2,9
EV/Umsatz zu Umsatzwachstum		-0,08	-0,07	-0,06	-0,05
PEG-Ratio StA					

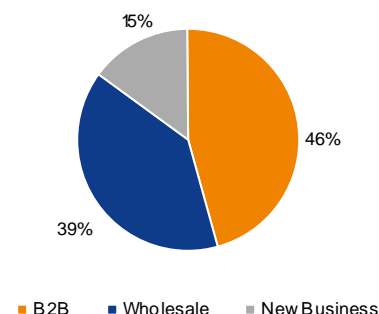
Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: ecotel communication, DZ BANK Schätzung

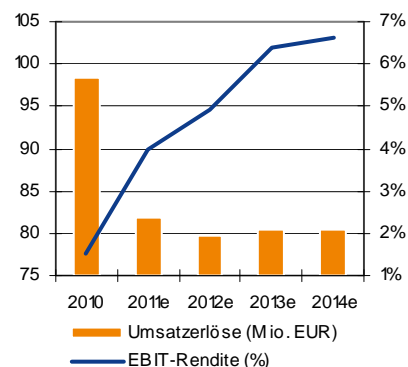
UMSATZ NACH REGIONEN 2010



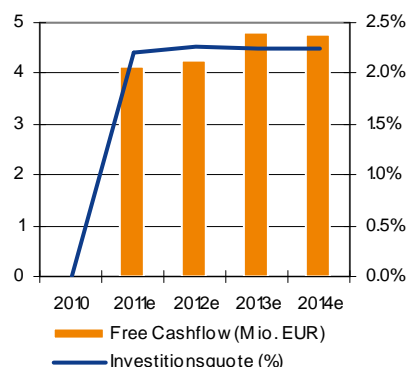
UMSATZ NACH GESCHÄFTSFELDERN 2010



UMSATZ- UND MARGENTWICKLUNG



FREE CASHFLOW UND INVESTITIONSQUOTE



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

ÜBERSICHT

	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
GuV (Mio. EUR)						
Gesamtleistung	98,4	81,9	79,8	80,4	80,4	80,4
Materialkosten	-75,4	-57,2	-56,5	-56,8	-56,8	-56,8
Personalkosten	-9,4	-9,6	-9,0	-8,6	-8,6	-8,6
Sonst. betr. Erträge/Aufwendungen	-8,7	-8,4	-7,4	-7,0	-7,0	-7,0
EBITDA	4,9	6,6	7,0	8,0	8,0	8,0
Betriebsergebnis (EBIT)	1,5	3,0	3,9	5,1	5,3	5,5
Finanzergebnis	-0,8	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1
Ertragsteuern (fortgeführt)	-0,4	-0,8	-1,1	-1,5	-1,6	-1,6
Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)	0,3	1,8	2,5	3,5	3,6	3,8
Ergebnis nach Ertragsteuern	0,3	1,8	2,5	3,5	3,6	3,8
Ergebnis nach Anteilen Dritter	0,0	1,3	2,0	2,9	3,0	3,2
GuV-Kennzahlen						
EBITDA-Rendite	4,9%	7,9%	8,8%	9,9%	9,9%	9,9%
EBIT-Rendite	1,5%	4,0%	4,9%	6,4%	6,6%	6,9%
Steuerquote	57,1%	30,1%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Nettorendite	0,3%	2,5%	3,2%	4,3%	4,5%	4,7%
Investitionsquote	0,0%	2,2%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%
Dschn. Umsatzwachstum nächste 5 J.	-4,0%					
Dschn. Ergebniswachstum nächste 5 J.						
Bilanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	41,2%	47,0%	52,2%	56,2%	59,5%	62,0%
Anlagendeckungsgrad	96,7%	110,8%	127,2%	143,5%	159,8%	175,9%
Liquidität (Quick Ratio)	95,6%	114,3%	139,8%	167,2%	195,9%	222,6%
Forderungen / Gesamtl.	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
Investitionen / Abschreibungen		56,3%	58,4%	64,0%	68,6%	73,5%
Working Capital-Quote	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)						
CF betrieblich fortgeführt	0,0	5,8	5,9	6,5	6,4	6,3
CF betrieblich nicht fortgeführt	0,0					
CF Investitionen fortgeführt	0,0	-1,7	-1,7	-1,7	-1,6	-1,6
CF Investitionen nicht fortgeführt	0,0					
Free CF fortgeführt	0,0	4,1	4,3	4,8	4,8	4,7
Free CF nicht fortgeführt	0,0					
CF Finanzierung fortgeführt	0,0	-2,0	-2,4	-2,8	-2,5	-2,2
CF Finanzierung nicht fortgeführt	0,0					
Veränderung der liquiden Mittel	0,0	2,1	1,8	2,0	2,3	2,6
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen						
Eigenkapitalrendite (ROE)	1,5%	9,3%	10,4%	12,8%	12,4%	11,9%
Betriebskapitalrendite (ROCE)	5,9%	13,7%	17,6%	24,1%	26,0%	27,7%
Kennziffern je Aktie (EUR)						
Ergebnis je Aktie, verwässert	0,00	0,39	0,52	0,73	0,78	0,82
Cash Earnings je Aktie, verwässert	0,85	1,21	1,31	1,45	1,45	1,45
Net Debt je Aktie, verwässert	2,03	1,10	0,13	-0,77	-1,61	-2,40
Bewertungskennzahlen						
Enterprise Value / Umsatz	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Enterprise Value / EBITDA	4,5	3,8	3,0	2,3	2,0	1,6
Enterprise Value / EBIT	14,3	7,5	5,4	3,5	2,9	2,4

	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
KGV StA		12,4	9,3	6,7	6,3	6,0

Quelle: ecotel communication und DZ BANK
Schätzung

RESEARCH-TEAM TELEKOMMUNIKATION

Christoph Bast		+49 – (0)69 – 74 47 – 36 33	christoph.bast@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	Jonathan Cox Lars Wohlers	+44 - 20 - 7776 – 6075 +49 – (0)69 – 74 47 – 68 34	jonathan.cox@dzbank.de 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 2011
 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

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

