

IPO-Note: Zalando SE

Zalando-IPO: Pricing lässt Raum für Glücksschreie

Zalando hat es – durch massive Marketingaufwendungen und kulante Rücknahmeregelungen - geschafft als B2C-Händler in kurzer Zeit zur führenden Online-Modeplattform aufzusteigen. Nur ein Händler der von seinen Kunden selbst als erste Anlaufstelle beim Online-Kauf wahrgenommen wird, entzieht sich (ein Stück weit) dem Wettbewerb um den niedrigsten Produktpreis und das höchste SEO-Budget. Die Leistungskennziffern der letzten Quartale zeigen, dass diese Rechnung für Zalando aufgeht: Das Unternehmen weist in der Peer die zweithöchste Bruttomarge auf. Bestellungen, aktive Kunden und auch Bestellungen pro Kunden legen zu, während Marketingaufwand zu Umsatz sich von 25% (Q2 2012) auf 13,3% (Q2 2014) verbesserte. Auch die Logistikkosten sanken in diesem Zeitraum um rd. 5%-Punkte. Mit einem EV/Umsatz (2013a) zwischen 2,1 und 2,6 (post-Money) ist Zalando in etwa auf dem Niveau seiner Peers aus dem Mode-Online-Handel (2,3) – verdient als größter Spieler jedoch eher eine Prämie. Kurzfristig hat der Wert Potenzial, auch weil das hochwertige IPO-Konsortium bei diesem IPO unter Erwartungsdruck steht.

ISIN: DE000ZAL1111
WKN: ZAL111

Zeichnung

Zeichnungsfrist: 18.09. bis 29.09.2014
Bookbuilding-Spanne: € 18 bis € 22,50

IPO-Volumen: € 441 bis € 633 Mio.
MKap nach IPO: € 4,4 bis € 5,6 Mrd.
Erster Handelstag: 01.10.2014
Segment: Regulierter Markt

Lock-Up für Altaktionäre: 180 Tage
Bevorzugte Zuteilung für Mitarbeiter: Ja

Argumente zur Zeichnung

- Reine Kapitalerhöhung keine Umplatzierung durch Altaktionäre
- Weiterer IPO in Planung (Rocket Internet), spricht für faires Pricing
- Bewertungshype (1/2014) für das Geschäftsmodell wurde überschritten
- Capex-Zyklus (derzeitige Infrastruktur kann auch deutlich mehr Umsatz bewältigen)
- Sechsmonatiger Lock-up für Altaktionäre

Daniel Grossjohann
+49 (0)69 - 2561 285 23
grossjohann@getinsight.de

Benjamin Ludacka
+49 (0)69 - 2561 285 22
ludacka@getinsight.de

Investment Highlights

- **Das richtige Konzept.** Das Konzept sich nicht (wie viele andere) als preisgünstigster Onlinehändler (für Mode), sondern als „Go-to Online-Modeplattform“ zu inszenieren, die bei den Kunden Glücksgefühle auslöst, zahlt sich aus. Es gelingt Zalando seine Kunden zu binden – Bestellhäufigkeit und Bestellvolumen pro Einkauf legen zu. Die „typische“ Kundin (75% der Zalando-Kunden sind weiblich) sucht also nicht mehr im Netz nach einer bestimmten Markenhose, sondern geht gleich auf die Zalando-Website, stöbert oder schaut ob das Produkt dort verfügbar ist. Dabei ist der Kunde selbst nur bedingt preissensitiv.
- **Strategie.** Zalando möchte den eigenen Marktanteil weiter ausbauen, Treiber sind die weitere Verschiebung von Off- zu Onlineumsätzen und eine noch stärkere Kundenbindung. Es ist beabsichtigt das operative Geschäft auf neue Märkte, Produktkategorien auszuweiten und auch Dritten Mehrwertdienste (z.B. Payment, Logistik) anzubieten. Die Konzentration auf Mode wird dabei beibehalten, weitere Topmodemarken sollen (u.a. über technische USPs) für die eigene Plattform gewonnen werden.
- **„Sichere“ Zeichnungsgewinne.** Die Preisbildungsspanne von Zalando liegt im Rahmen der Bewertungen vergleichbarer Unternehmen, wobei die Marktführerschaft eine Prämie rechtfertigen würde. Das Bankenconsortium ist namhaft besetzt: Diese Banken dürfen sich in Deutschland, dessen IPO-Markt bisher noch nicht richtig in Schwung kam, keinen Fehlschlag erlauben. Schon gar nicht beim ersten IPO seit langem, das auch in der Öffentlichkeit wahrgenommen wird. Wir halten Zeichnungsgewinne daher für wahrscheinlich und glauben ferner, dass in einem „Worst-case“ die begleitenden Banken für einige Wochen ein Abrutschen unter den Ausgabekurs verhindern werden. Dieses günstige Chance-Risiko-Profil ist in unseren Augen ein starkes Argument den Wert zu zeichnen.

Zalando eine Erfolgsstory..

..mit interessanter Bewertung!

Europäische Online- Mode-Händler...

... sowie amazon.com und deutsche Onlinehändler als Peer

Zalando

Dass Zalando nicht mal ein Jahrzehnt nach der Gründung einen Bekanntheitsgrad in Deutschland besitzt wie kaum ein anderes Unternehmen ist vor allem einer geschickten (und gut budgetierten) Marketingstrategie zu verdanken. Die weiteren Aussichten für das Unternehmen sehen gut aus (auch wenn die Wachstumsdynamik abflacht), operative Kennzahlen entwickeln sich in die richtige Richtung. Mittelfristig wichtigster Wachstumstreiber bleibt die Verlagerung von Umsätzen des stationären Handelns hin zu Onlinehändlern. Es besteht zudem bei Zalando kein Investitionsstau, die Logistik bspw. könnte auch die doppelten Warenmengen abwickeln.

Die entscheidende Frage aus Anlegersicht ist jedoch, ob der Investor an dieser Erfolgsstory zu einem fairen Preis partizipieren kann. Hierfür haben wir die Multiples vergleichbarer Geschäftsmodelle herangezogen. Bezogen auf eine eng gefasste Peer (europäische-Online-Modehändler) ist selbst die obere Bandbreite (€ 22,50 pro Aktie) noch attraktiv, da Zalando als größtem europäischen Onlinehändler durchaus eine Prämie zugebilligt werden kann.

Peer-Vergleiche: Bewertung und Positionierung

Unsere Peer-Gruppe, die eine Einordnung der Zalando-Bewertungsmultiples erleichtern soll, besteht aus fünf Unternehmen. Am vergleichbarsten sind die beiden europäischen Multi-Brand-Onlinehändler **Asos.com** und **Yoox** (enge Peer). Beide decken im Wesentlichen die gleichen Produktbereiche wie Zalando ab. Yoox betreut – neben dem eigenen Multi-Brand-Onlinehandel noch die Onlineaktivitäten von Nobelmarken wie Dolce & Gabbana, Armani und Jil Sander - ist also auch IT-Infrastruktur und Logistikdienstleister für diese Marken. Sortimentsbedingt hat Yoox im Vergleich zu Asos.com und Zalando deutlich höhere Bestellvolumina.

Amazon.com verfügt über ein umfangreiches Sortiment vom Haushaltsgerät über Bücher, Kleidung, Unterhaltungselektronik bis hin zu Nahrungsmitteln. Amazon übernahm bereits 2009 Zappos – den zum damaligen Zeitpunkt führenden Online-Modehändler, von dem gemunkelt wird, dass das Geschäftsmodell bei Zalandos Gründung Pate gestanden habe. Zappos besteht als Marke weiter, der letzte separat ausgewiesene Umsatz belief sich auf über USD 1 Mrd. (in 2008). Mit **Delticom** und **Zooplus** haben wir versucht bewertungstechnisch auch dem Umstand Rechnung zu tragen, dass Zalando ein Listing in Deutschland anstrebt. Zwar sind beides Onlinehändler im besten Sinne mit einem (produkt-)fokussierten Mehrmarken-Angebot – jedoch nicht im Mode Bereich.

Tabelle 01: Die Peers im Überblick

Unternehmen	Mkap in € Mio.	Umsatz 2013 (a)		Sortiment	Bruttomarge 2013
		in € Mio.	davon im Heimatmarkt		
Amazon.com	116.751	57.715	34.509	"alles"	27,2%
Yoox	1.125	456	71	Mode	37,5%
ASOS.com	2.172	974	349	Mode	51,8%
Delticom	236	529	n.a.	Reifen	25,8%
Zooplus	327	407	144	Tierbedarf	31,3%
Zalando*	5.603	1.762	1.056	Mode	40,6%

Quelle: getinsight Research,
Unternehmensangaben

*

*Bei Zalando ist die DACH-Region als Heimatmarkt definiert

Onlinehandel: Mode liefert die höchsten Bruttomargen – Zalando im Spitzenfeld

Im Vergleich der sechs Peer-Unternehmen fällt sofort ins Auge, dass der Handel mit Mode die höchsten Bruttomargen liefert. Die drei Händler in diesem Bereich liegen auf den Plätzen eins bis drei. ASOS.com führt mit großem Abstand vor Zalando – Grund ist das margenstarke Eigenmarkengeschäft, das etwa die Hälfte der ASOS-Umsätze verantwortet. Bei Zalando ist das Eigenmarkengeschäft (Umsatzanteil 2013: 16%) noch von untergeordneter Bedeutung – verspricht aber Potenzial.

Hoher Umsatzanteil im Heimatmarkt DACH – Verwundbarkeit durch ASOS und andere?

Regional ist Zalando noch stark auf die DACH-Region ausgerichtet, wo etwa 60% der Umsätze erzielt werden. Im Ausland hat Zalando insbesondere in Frankreich Erfolge zu verzeichnen. Die hier noch vergleichsweise unbekanntere britische ASOS (etwa 1/3tel der Umsätze wird in GB erzielt) drängt gegenwärtig auch nach Deutschland/Kontinentaleuropa – je nachdem mit welchen Budgets ASOS das vorantreibt könnte Zalando gezwungen sein ebenfalls mehr als geplant in Werbung zu investieren. Eine darüber hinausgehende Gefahr sehen wir zunächst nicht: Zalando ist größer (gemessen am Umsatz), nach dem IPO (der vollständig dem Unternehmen zufließt) sehr gut kapitalisiert. Zudem ist die Zielgruppe von ASOS sehr viel fokussierter (junge Menschen zwischen 18 und 34). Ein Versuch des forcierten Marktanteilsausbaus in der DACH-Region durch einen großen Wettbewerber ist für Zalando in unseren Augen „nur“ bezogen auf die Margen („Werbeschlacht“) eine Gefahr – das Abschreckungspotenzial (angesichts prall gefüllter Kriegskassen (Post-IPO) scheint uns zudem hoch.

Zalando definiert sich nicht über den Preis...

Unsere Stichproben haben gezeigt, dass Zalando keineswegs über den Preis verkauft! Konkrete Artikel ließen sich – sofern in beiden Sortimenten vorhanden – etwa bei amazon.com mitunter deutlich günstiger finden. Strategisch handelt Zalando richtig – es geht dem Unternehmen nicht darum der billigste Onlineshop zu sein, vielmehr wird auf das Käuferlebnis (wozu auf die Kundenfreundlichkeit zählt) abgezielt. Anders als bei vielen anderen Online-Anbietern hat Zalando den (Waren-)Preis oder Rabatte nie zum Gegenstand seiner Werbung gemacht.

...lockt dafür aber mit anderen teuren Vorteilen

Stattdessen hat Zalando andere Alleinstellungsmerkmale (100tägiges Rückgaberecht) anfänglich sehr offensiv ins Zentrum gestellt. Aus „Schrei vor Glück oder schicks zurück“ wurde mittlerweile nur noch „Schrei vor Glück“, dennoch steht Zalando bei vielen weiterhin für eine besonders kulante Rücknahmepaxis (kostenlose Retour). Dies ist sicher Teil des Markenkerns – das 100-tägige Rückgaberecht kann Zalando unseres Erachtens nicht einfach der Praxis der europäischen Wettbewerber (Tabelle 02) angleichen, ohne im Ansehen der Kunden zu verlieren. Der Versuch Kunden, die exzessiv von den kostenlosen Retouren Gebrauch machten, per Email-Belehrung zu „erziehen“ scheiterte am negativen Echo in den sozialen Medien und wurde eingestellt. Gleichwohl ist eine kulante 100-tägige Rücknahmepaxis teuer (Kapitalbindung) und lädt zum Missbrauch ein. Der Verkauf der Retouren-Exemplare über Dritte oder eigene stationäre Shops dürfte aber in etwa die Einkaufskosten decken.

Tabelle 02: Soziale Medien und Kulanz

Online-Modehändler (Multi-Brand)	Sortiment	Heimatmarkt & Gründungsjahr	Präsenz in Sozialen Netzwerken		Umsatz im letzten abgeschlossenen Geschäftsjahr	Warenrücknahmefrist (in Tagen)
			Facebook (Fans) in Tsd.	Twitter (Follower) in Tsd.		
Yoox	Mode*	Italien (2000)	411	29	€ 456 Mio.	14
ASOS.com	Mode*	GB (2000)	3463	730	€ 966 Mio.	28
Otto.de	Mode**	Deutschland (n.a.)	690	27	ca. € 1.680 Mio.	30
Net-a-porter	Mode*	GB (2000)	1309	652	120 Mio. BP in 2009	28
Zappos	Mode*	USA (1999)	1873	29	> USD 1 Mrd. in 2008	365
Mirapodo	Schuhe	Deutschland	66	2	n.a.	14
Durchschnitt			1302	245		80
Zalando*	Mode*	Deutschland (2008)	737	11	€ 1.762 Mio.	100

Quelle: getinsight Research, Unternehmensangaben

*=Vollsortiment

**=Umsatz bezieht sich auf die mit Zalando vergleichbaren Mode-Umsätze

Zalando: Populär aber kein Hype

Gemessen an der Zahl der Facebook-Fans muss Zalando sich nicht verstecken, der Wert ist allerdings auch nicht überragend. Nicht vergessen werden sollte aber, dass es Hersteller deutlich leichter haben Fans zu gewinnen als Händler und möglicherweise neben dem „Coolness-Faktor“ auch eine sichtbare Präsenz im Straßenbild hilft. Zum Vergleich Dolce und Gabbana hat über 9 Mio. Fans, H&M über 22 Mio., wohingegen die oft als Billig-Händler wahrgenommene kik nur auf 0,1 Mio. Fans kommt. Die sehr geringe Zahl bei den Twitter-Followern – im Vergleich zu ASOS und Net-a-porter – ist in unseren Augen Ausdruck einer anderen Strategie: Net-a-porter definiert sich vor allem über Mode-Inhalte, das Verkaufen steht nicht auf den ersten Blick im Zentrum.

Tabelle 03: Margen, Bilanzstruktur und Wachstum

Unternehmen	Mkap in € Mio.	KGV 2013	EV/Umsatz 2013	EV/EBITDA 2013	EV/EBIT 2013
Amazon.com	116.751	549	2,0	36	196
Yoox	1.125	94	2,5	26	47
ASOS.com	2.172	42	2,1	24	30
Delticom	236	21	0,5	19	29
Zooplus	327	184	0,8	67	79
Mittelwert (alle)	58.938	276	1,6	43	107
Mittelwert (enge Peer)	1.648	68	2,3	25	39
Zalando *	5.603	n.m.	2,6	n.m.	n.m.
Zalando **	4.410	n.m.	2,1	n.m.	n.m.

Quelle: Unternehmensangaben, Factset

*=bei Platzierung am oberen Ende der Bookbuildingspanne und Ausübung des Greenshoe

**=bei Platzierung am unteren Ende der Bookbuildingspanne ohne Ausübung des Greenshoe

**Margenbetrachtung:
Onlinehändler weiter in
der Aussaat-, nicht in
der Erntephase**

**Luft nach oben
vorhanden**

**Profitables Wachstum
als Maßstab für
EV/Umsatz-Multiple**

Gerade Branchenprimus Amazon.com (EBIT-Marge 2014e: 0,2%) zeigt, dass eine hohe Marge im eCommerce auch 2014 in der Prioritätenliste deutlich hinter dem Ziel Umsatzwachstum steht. Strategisch geht es den Unternehmen darum einen großen Teil vom Markt für sich zu gewinnen bevor die „Claims abgesteckt“ sind. Aus Sicht der Aktionäre bedeutet das, dass kurz- und mittelfristig kaum Ausschüttungen zu erwarten sein dürften und die Bewertungsniveaus durch die Erwartungen an die „Erntephase“ bestimmt sind. Diese dürfte bei ASOS, Yoox und Zalando so aussehen, dass die Marketingbudgets in einem reifen aufgeteilten Markt heruntergefahren werden können, ohne dass dies negative Umsatzeffekte bedingt. Die niedrige Bruttomarge bei Amazon (Tabelle 01) legt nahe, dass das Unternehmen auch über den Preiswettbewerb gewachsen ist – hier würde die Erntephase vermutlich so aussehen, dass Amazon die Handelsmargen ausweitet.

Bewertung

Bei der Bewertung von Zalando beziehen wir uns vor allem auf das EV/Umsatz-Multiple der engen Peer (Yoox und ASOS), welches bei 2,3 liegt. Die Prämie gegenüber dem stationären Mode-Handel speist sich aus den Wachstumserwartungen und einer kostenstrukturbedingt potenziell höheren Händlermarge. Je nach Zuteilungspreis liegt das EV/Umsatz-Multiple bei Zalando zwischen 2,1 und 2,6. Selbst bei einer Zuteilung zu € 22,50 pro Aktie (das entspricht einem EV/Umsatz von 2,6) wäre Zalando in unseren Augen nicht zu teuer, da Zalando als Marktführer in Europa eine gewisse Prämie verdient. Obwohl Zalando erst einen kleinen Teil seiner Umsätze mit Eigenmarken erzielt (dieser soll ausgebaut werden), weist es eine hohe Bruttomarge aus. Hierbei zahlt sich aus, dass Zalando nicht „über den Preis“ Kunden gewonnen hat. Die vorhandene Infrastruktur (IT und Logistik) erlaubt weiteres signifikantes Wachstum.

Tabelle 04: Wachstumserwartungen

Unternehmen	Umsatz CAGR (2013-2015e)
Amazon.com	21,1%
Yoox	19,5%
ASOS.com	25,4%
Delticom	5,5%
Zooplus	23,4%
Zalando	> 19%

Quelle: Unternehmensangaben, Factset

Tabelle 04 zeigt die Markterwartungen für das Umsatzwachstum ausgewählter eCommerce-Unternehmen in der mittleren Frist. Zalando strebt ein profitables und marktüberdurchschnittliches Wachstum an, welches wir in ein Wachstum oberhalb von 19% „übersetzt“ haben (dies entspricht der Marktwachstumsrate der Jahre 2008-2013). Zalando befände sich hier auf einem Niveau mit seinen engen Peers. Entsprechend dürften die Wachstumserwartungen des Marktes an Zalando zwischen 20% und 25% liegen. Übernahmephantasien dürften bei Zalando mittelfristig kein expliziter Kurstreiber sein.

**In Q4 dürfte positiver
Newsflow
vorprogrammiert sein**

**01.04.2015: Lock-up der
Altaktionäre endet**

**Zeichnungsgewinne
locken - bei kurzfristig
limitiertem Downside-
Risiko**

Newsflow-Agenda

Die Q3-Zahlen dürften stark von den IPO-Vorbereitungen beeinflusst sein und einen geringen Einfluss auf den Aktienkurs haben. Relevanter dürften Unternehmens-Meldungen zum Weihnachtsgeschäft werden (etwa bezüglich Auslastung, Bestellverhalten, eingestellten Saisonkräften). Wir denken, dass Zalando im Schlussquartal die Skalierbarkeit des eigenen Geschäftsmodells zeigen wird und das Quartal mit deutlich positivem EBT abschließen wird (bereits in den beiden Vorjahren war das Q4-EBT positiv).

Zalando unterwirft seine Altaktionäre (die darüber hinaus auch im Rahmen des IPOs keine Stücke abgeben) einem (soft-)Lock-up. Die Dauer beträgt 180 Tage/6 Monate ab dem ersten Handelstag. Anleger sollten den Termin des Auslaufens der Lock-up-Periode im Auge behalten, da sich Abgabedruck entwickeln könnte.

Fazit für den Investor

Zalando SE kommt zu einem im Peer-Vergleich fairen Preis, der Luft nach oben lässt, an den Markt. Es handelt sich um eine reine Kapitalerhöhung, die Altaktionäre unterliegen einem 180tägigen (Soft-)Lock-up. Das Konsortium umfasst sieben namhafte Investmentbanken für die ein (aus Investorensicht) erfolgreicher IPO von großer Bedeutung ist (als Zugpferd für den deutschen IPO-Markt). Wir sehen daher kurzfristig gute Aussichten auf Zeichnungsgewinne bei begrenztem Downside-Risiko. Mittelfristig steht die Frage im Zentrum, ob ein EV/Umsatz-Multiple um 2,6 die Margen- und Wachstumsaussichten der Online-Modehändler realistisch abbildet. Wobei wir bei Zalando gute strategische Ansätze sehen (weiterhin) schneller als der Markt zu wachsen und das Margenniveau (etwa durch Stärkung der Eigenmarken und der Kundenbindung) auszubauen.

SWOT

Stärken

- Im Peer-Vergleich gute Bruttomargen. Zalando wächst nicht über einen Preiskampf.
- Sehr hohe Markenbekanntheit (insbes. in Deutschland)
- Größter Online-Modehändler Europas.
- Wachsender Markt. Der Online-Modehandel wuchs zwischen 2008 und 2013 um 19% p.a.
- Hochskalierbare, unternehmenseigene Technologieplattform
- IPO-Erlöse fließen dem Unternehmen zu

Schwächen

- Peer-Bewertung derzeit nur an Hand von EV/Umsatz-Multiple möglich. Dies impliziert aber, dass Zalando mittelfristig die Margen der Peers zumindest erreicht.
- Im Vergleich zu Yoox (eCommerce-Dienstleistungen für Dritte) und ASOS (sehr umsatzstarke Eigenmarke) fehlt Zalando derzeit ein prägnantes (nach außen sichtbares) Alleinstellungsmerkmal.

Chancen

- Steigerung des Umsatzes pro Kunden (mittels Kundenbindung und Sortimentsausweitung (ohne die Marke zu verwässern))
- Stellung als größter europäischer Online-Modehändler schafft Vorteile im Einkauf und bei Prozesseffizienz
- Logistikinfrastuktur könnte ohne neue Anlage den doppelten Umsatz bewältigen
- Mobiler Preisvergleich vor Ort im Laden gewinnt an Bedeutung, die Zalando-Website ist hier eine der ersten Anlaufstellen.
- Zalando hat das Potenzial von Eigenmarken entdeckt und erzielte 2013 bereits 16% der Umsätze in diesem Bereich

Risiken

- Hohe Retouren-Quote. Wenn es Zalando nicht gelingt Kunden zu separieren, die Zalando als „Klamotten-Ausleihe“ missbrauchen – oder dieser Trend um sich greift, stellt dies das gesamte Geschäftsmodell in Frage.
- Werbeschlachten. Ein Markteintritt eines gut kapitalisierten Wettbewerbers könnte Zalando zwingen die eigenen Werbebudgets weiter hochzufahren. Als konkrete Gefahr ist dieses Szenario eher gering (zumal Zalandos prall gefüllte Kriegskasse abschreckend wirken dürfte) – der Fall Delticom/Tirendo zeigt aber, dass so ein später Markteintritt auch nicht auszuschließen ist.
- Multi-Channel-Konzepte des stationären Handels könnten das Wachstum der Online-Pure-Player verlangsamen.
- Fehler bei Sicherheit und Verfügbarkeit der Website könnten einen hohen Imageschaden bewirken
- Allgemeine Lagerhaltungs- und Einkaufsrisiken
- Beim Wachstum der letzten Jahre hat Zalando auch von der Schwäche seiner Wettbewerber profitiert (Schwäche der Kaufhäuser, Neckermann-Insolvenz), künftig könnte dieser zusätzliche Wachstumstreiber abschwächen.

A. Angaben gemäß § 34 b WpHG, Finanzanalyseverordnung:

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: getinsight Research GmbH

Ersteller der vorliegenden Finanzanalyse: Daniel Großjohann, Analyst und Benjamin Ludacka, Analyst.

Die getinsight Research GmbH unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Hinweis gem. § 4 Abs. 4 Punkt 4 FinAnV:

Unternehmen	Datum	Empfehlung	Kursziel
---	---	---	---

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und -methoden:

Die getinsight Research GmbH verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung der Aktie beträgt mindestens +15%.

NEUTRAL: Die erwartete Kursentwicklung liegt zwischen -15% und +15%.

VERKAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung beträgt mehr als -15%.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value-Ansätze oder Substanz-Bewertungsansätze. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Ergebnisse der Bewertung und Kursziele entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

**3. Datum der Erstveröffentlichung der Finanzanalyse:
(22.09.2014)**

**4. Datum der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:
(Schlusskurse vom 15.09.2014)**

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. getinsight Research GmbH behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

III. **Angaben über mögliche Interessenkonflikte** durch Verwendung der folgenden Zahlenhinweise:

1. Der Verfasser hält eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5% des Grundkapitals,
2. Der Verfasser war in den letzten zwölf Monaten an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten öffentlich herausgab,
3. Der Verfasser erstellt Kauf- / Verkaufsgeschäfte über die analysierten Inhalte,
4. Es bestehen personelle Verflechtungen zwischen dem Verfasser und dem Emittenten,
5. Der Verfasser gehört zu einem Kontrollorgan des Emittenten oder übt in anderer Weise eine entsprechende Kontrollfunktion aus,
6. Der Verfasser hat die Analyse auf Basis einer Vereinbarung (Auftrag) erstellt,
7. Der Verfasser erhält Zahlungen von dem Emittenten,
8. Der Verfasser hat in den letzten zwölf Monaten eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking geschlossen, eine Leistung oder ein entsprechendes Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten

Bei der vorliegenden Finanzanalyse liegen keine Interessenskonflikte vor.

B. Allgemeine Angaben/Haftungsregelung:

1. Dieses Dokument wurde von der getinsight Research GmbH ausschließlich zu Informationszwecken erstellt.
2. Dieses Dokument ist ausschließlich für die Veröffentlichung auf der Homepage des relevanten Unternehmens und für den Gebrauch durch nationale institutionelle Anleger bestimmt. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung ist nur mit schriftlicher Zustimmung der getinsight Research GmbH zulässig.
3. Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung.
4. Dieses von getinsight Research GmbH erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von getinsight Research GmbH verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung kann getinsight Research GmbH keine Garantie, Zusicherung oder Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit abgeben; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist folglich insoweit ausgeschlossen, sofern seitens getinsight Research GmbH kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von getinsight Research GmbH und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von getinsight Research GmbH berichtigt werden, ohne dass getinsight Research GmbH für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte.