



# Unternehmen aktuell

Montag, den 02.05.2011

## Halten

(vorher: Kaufen vom 28.02.2011)

### Branche

Bau / Baustoffe

### Kursziel

51,00 EUR

### Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 29.04.2011 (EUR)	46,64
Anzahl der Aktien (Mio.)	530,8
Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	24.756
Freefloat (%)	81,69

### Bewertungskennzahlen

	2011e	2012e
KGV	14,1	12,6
EV/EBITDA	6,0	5,6
EV/EBIT	8,8	8,1
Dividendenrendite (%)	3,5	4,0

### Termine

Hauptversammlung	09.06.2011
Zahlen H1	28.07.2011

### Historische Entwicklung (Schlusskurs)

52-Wochen-Hoch/Tief (EUR)	47,64/27,81		
---------------------------	-------------	--	--

	1M	3M	12M
absolut (%)	4,8	11,6	24,6
relativ gg. (PP)	1M	3M	12M
EuroStoxx 50	3,2	11,6	17,7
Stoxx Europe 600			
Construction & Materials	3,1	5,6	19,3



### Kürzel

Reuters	SGOB.PA
Bloomberg	SGO FP
ISIN	FR0000125007

## Saint-Gobain

Ersteller: Stefan Röhle (Analyst)

Saint-Gobain hat den Umsatz in Q1 2011 auf vergleichbarer Basis deutlich um 9,6% y/y gesteigert. Das Volumen- und Preiswachstum fiel überzeugend aus. Neben einer schwachen Vorjahresbasis (witterungsbedingte Umsatzausfälle) profitierte der Konzern von einer beschleunigten Erholung der Bauindustrie in wichtigen europäischen Kernmärkten. Unverändert schwach blieb hingegen das Nordamerikageschäft. Saint-Gobain bekräftigte erwartungsgemäß sein Ziel, 2011 das operative Ergebnis prozentual zweistellig (zu konstanten Wechselkursen) verbessern zu wollen. Wir halten dies angesichts der guten Q1-Umsätze für realistisch. Diese gute Entwicklung hat der Aktienkurs aus unserer Sicht bereits zu einem wesentlichen Teil vorweggenommen. Wir erwarten in den nächsten Monaten einen weiterhin positiven Newsflow (u.a. IPO der Verpackungssparte, Akquisitionen), sehen für die Aktie jedoch nur noch begrenztes Aufwärtspotenzial. Bei einem Kursziel von 51,00 Euro lautet unser Votum nunmehr Halten (alt: Kaufen).

### Unternehmensdaten

(in Mio. EUR / IFRS)	2009	2010	2011e	2012e
Umsatz	37.786	40.119	42.326	44.442
EBITDA	4.073	4.872	5.281	5.643
EBIT	1.240,0	2.524,0	3.597,7	3.915,3
gg. Vj. (%)	-55,9	103,5	42,5	8,8
EBIT-Marge (%)	3,3	6,3	8,5	8,8
Nettoergebnis	202	1.129	1.762	1.969
gg. Vj. (%)	-85,3	458,9	56,0	11,8
Nettoergebnis bereinigt	617	1.335	1.817	2.028
gg. Vj. (%)	-67,8	116,4	36,1	11,6
Cashflow	3.390	2.773	3.288	3.711
EK-Quote (%)	37,7	41,4	42,9	44,2

### Daten je Aktie

(in EUR)	2009	2010	2011e	2012e
Ergebnis	0,43	2,18	3,32	3,70
Cashflow	7,16	5,35	6,19	6,98
Dividende	1,00	1,15	1,65	1,85

Saint-Gobain ist ein weltweit führender Baustoffkonzern mit den Divisionen Flachglas, Hochleistungsmaterialien, Baumaterialprodukte, Baustoffhandel und Verpackungen. Das Unternehmen ist in 57 Ländern aktiv. In der Flachglasdivision wird Glas für den Einsatz in Gebäuden, Autos oder Flugzeugen gefertigt. Die Division Hochleistungsmaterialien produziert Keramik, Plastik und Schleifmaterial. In der Division Baumaterialprodukte hat sich Saint-Gobain die weltweite Marktführerschaft bei Isoliermaterialien und bei Gips erarbeitet und ist ein bedeutender Hersteller von Industriegips. Im Baustoffhandel ist Saint-Gobain Europas Nr. 1. Der Verpackungsbereich stellt Glasverpackungen her.



## Highlights

- ⇨ Die Umsatzzahlen zum Q1 2011 haben die Markterwartungen übertroffen. Die Volumen- und Preisentwicklung konnte uns überzeugen.
- ⇨ Der Ausblick auf 2011 (prozentual zweistelliges Wachstum des operativen Ergebnisses zu konstanten Wechselkursen) wurde erwartungsgemäß bestätigt.

## Geschäftsentwicklung

Saint-Gobain übertraf in Q1 2011 mit einem Umsatz von 9,80 (Vj.: 8,74) Mrd. Euro die Markterwartungen von 9,55 Mrd. Euro. Das Umsatzwachstum auf vergleichbarer Basis (Ifl.) von 9,6% y/y (Q4 2010: +3,3% y/y) fiel mit Blick auf das Volumen- (+7,6% y/y; Q4 2010: +2,1% y/y) und Preiswachstum (+2,0% y/y; Q4 2010: +1,2% y/y) überzeugend aus. Der Konzern profitierte von den besseren Witterungsbedingungen (strenger Winter im Jahr 2009/2010). Insbesondere im größten Bereich Baustoffhandel machte sich aber auch die spürbare Wachstumsbeschleunigung der Bauindustrie in den Kernmärkten Frankreich, Deutschland, Großbritannien und Skandinavien bemerkbar (Segmenterlös: Ifl. +10,8% auf 4,15 (Vj.: 3,66) Mrd. Euro). Saint-Gobain kam in den industrienahen Bereichen Flachglas (Ifl. +10,8% y/y) und Hochleistungsmaterialien (Ifl. +13,5% y/y) weiterhin der Konjunkturaufschwung zugute. Regional betrachtet blieb das Nordamerikageschäft schwach (Ifl. +4,4% y/y). Saint-Gobain verspürt hier aber keine weitere Verschlechterung, so dass die Talsohle erreicht sein sollte.

Saint-Gobain	Umsatz Q1 2010	Umsatz Q1 2011	Veränderung	
	in Mio. EUR	in Mio. EUR	berichtet	like-for-like (Ifl.)*
Innovative Materialien	2.106,0	2.386,0	13,3%	11,8%
Flachglas	1.193,0	1.359,0	13,9%	10,8%
Hochleistungsmaterialien	921,0	1.040,0	12,9%	13,5%
Baumaterialprodukte	2.413,0	2.658,0	10,2%	6,4%
Innenausbau	1.191,0	1.346,0	13,0%	8,4%
Fassadenbau	1.229,0	1.323,0	7,6%	4,7%
Baustoffhandel	3.663,0	4.151,0	13,3%	10,8%
Verpackungen	787,0	852,0	8,3%	7,2%
Innenumsätze	-232,0	-248,0	-	-
<b>Konzern</b>	<b>8.737,0</b>	<b>9.799,0</b>	<b>12,2%</b>	<b>9,6%</b>
Frankreich	2.678,0	2.910,0	8,7%	8,8%
Rest Westeuropa	3.622,0	4.096,0	13,1%	10,2%
Nordamerika	1.249,0	1.301,0	4,2%	4,4%
Schwellenländer/Asien/Pazifik	1.609,0	1.979,0	23,0%	15,6%
Innenumsätze	-421,0	-487,0	-	-
<b>Konzern</b>	<b>8.737,0</b>	<b>9.799,0</b>	<b>12,2%</b>	<b>9,6%</b>

Quelle: Saint Gobain, Independent Research

\* Ifl.: vergleichbare Struktur und konstante Wechselkurse



## Perspektiven

Aus unserer Sicht fielen die Umsatzzahlen für das Q1 2011 überzeugend aus. Saint-Gobain erreichte 23,2% unserer Umsatzschätzung für das Geschäftsjahr 2011 von 42,33 Mrd. Euro. Dies entspricht dem langjährigen Durchschnitt. Entsprechend kam für uns die Bestätigung des Ausblicks für 2011 (u.a. zweistelliges Wachstum des operativen Ergebnisses zu konstanten Wechselkursen; freier Cashflow von 1,3 Mrd. Euro) nicht überraschend. Wir halten an unseren Schätzungen für 2011 und 2012 fest.

Saint-Gobain hatte Mitte November 2010 seine Strategie bis 2015 vorgestellt, die eine Ausweitung des Umsatzanteils in den Emerging Markets auf 26% (2010: 20%) im Konzern bzw. auf 39% (2010: 31%) in den Bereichen Innovative Materialien und Bauprodukte (ohne Baustoffhandel) vorsieht. Das Ziel, den Umsatz in Schwellenländern bis 2015 organisch um jährlich 10% (2005-2010: +12,3% p.a.) zu steigern, halten wir für realistisch. Im Fokus stehen auch kleine bis mittelgroße Akquisitionen in diesen Regionen. Bis 2015 will Saint-Gobain den Umsatz jährlich um 6% ohne bzw. 9% bis 10% inklusive Akquisitionen auf 55,0 (2010 ohne den Bereich Verpackungen: 36,6) Mrd. Euro und das operative Ergebnis auf 5,5 Mrd. Euro steigern. Während wir das Umsatzziel (Rekordjahr 2008 ohne den Bereich Verpackungen: 40,3 Mrd. Euro) für realistisch halten, scheint das operative Margenziel von 10% (Rekordjahr 2007 ohne den Bereich Verpackungen: 9,3%; 2010: 7,3%) ambitioniert.

Wir erwarten in den nächsten Monaten einen anhaltend positiven Newsflow. Ein wichtiger Baustein sollte hierfür der geplante Börsengang eines Minderheitsanteils der Verpackungssparte Verallia (Umsatz 2010: 3,55 Mrd. Euro; operatives Ergebnis 2010: 434 Mio. Euro) in Q2 2011 sein. Die Unterlagen wurden bereits Mitte April bei der französischen Finanzaufsichtsbehörde AMF eingereicht. Wir erwarten, dass Saint-Gobain den Mittelzufluss (geschätzter Unternehmenswert: 3,7 bis 4,6 Mrd. Euro; hiervon bis zu 50%) primär für Akquisitionen in Schwellenländern oder für den Schuldenabbau einsetzt. Die Aktie (3 Monate: +12%) dürfte angesichts eines KGV 2011 von 14,1 hier bereits einiges vorweggenommen haben. Bei einem Kursziel von 51,00 Euro (Peer Group-Analyse) stufen wir sie nach der positiven Kursentwicklung daher auf Halten (alt: Kaufen) ab.



## SWOT-Analyse

### Stärken

- weltweit führender Baustoffkonzern
- starke produktseitige Diversifizierung
- führende Marktstellung in allen vier Geschäftsbereichen - Marktmacht
- solides Working Capital Management

### Schwächen

- noch unzureichende regionale Diversifizierung (Schwerpunkte Frankreich und Westeuropa)
- hohe Firmenwerte in der Bilanz - entsprechen rund 66% des Eigenkapitals
- Liquiditätsschonung (u.a. Investitionsverschiebungen) könnte sich mittelfristig negativ bemerkbar machen
- hohe Kartellstrafen verhängt (u.a. Flachglas) - drohender hoher Liquiditätsabfluss

### Chancen

- Saint-Gobain profitiert vom Trend zum energieeffizienten Bauen
- Ausbau des Geschäfts in Wachstumsmärkten
- weitere Trennung von Randaktivitäten
- erfolgreiches IPO der Verpackungssparte Verallia

### Risiken

- Baugeschäft ist von einer starken Zyklizität geprägt
- Gefahr teurer Übernahmen: Integrationsrisiken
- Saint-Gobain ist seit längerem Prozessrisiken bei Asbestklagen in den USA ausgesetzt

Quelle: Independent Research



## Haftungserklärung

### Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten - (Gültig ab dem 18.12.2009)

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Halten:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten eine Wertentwicklung zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust aufweisen.

### Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten - (Gültig bis zum 17.12.2009)

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Akkumulieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
Reduzieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

Der bei der Branchengewichtung angewandte Gesamtmarkt als Benchmark ist definiert als das marktkapitalisierungsgewichtete Aktienuniversum, das von der Independent Research GmbH analysiert wird.

### **Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung**

#### Wesentliche Informationsquellen

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

#### Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

##### Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinnten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.



## Haftungserklärung

### Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

### Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

#### **Aktienanalysen:**

**Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen („Coverliste Aktienanalysen“) veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist primär die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX®, EuroStoxx 50<sup>SM</sup> und Stoxx Europe 50<sup>SM</sup>). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird, wenn von der Independent Research GmbH als sinnvoll betrachtet, ein qualifizierter Kurzkomentar oder eine Studie verfasst. Dies erfolgt im Regelfall nach der Veröffentlichung von Unternehmenszahlen. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.**

**Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.**

### Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der §§ 33 und 33b WpHG.



## Haftungserklärung

**Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 02.05.2011 -**

**Mögliche Interessenkonflikte sind mit nachfolgenden Ziffern beim Emittentennamen gekennzeichnet.**

**Die Independent Research GmbH 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.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

**Stand: 02.05.2011**

**Independent Research GmbH  
Senckenberganlage 10-12  
D-60325 Frankfurt am Main**

**Zuständige Aufsichtsbehörde:**

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn  
und  
Lurgallee 12, 60439 Frankfurt

## Haftungserklärung

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die Independent Research GmbH erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung dieser Informationen ist die Independent Research GmbH insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs und/oder eines Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen.

Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die Independent Research GmbH dar. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Die Independent Research GmbH hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die Independent Research GmbH keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die Independent Research GmbH übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.



## Haftungserklärung

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Obgleich die Independent Research GmbH Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die Independent Research GmbH sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die Independent Research GmbH übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

Die Independent Research GmbH ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research Analysten der Independent Research GmbH liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die Independent Research GmbH und deren jeweilige verbundene Unternehmen 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. Die Independent Research GmbH und/oder deren jeweilige verbundene Unternehmen sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.

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 Independent Research GmbH basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der Independent Research GmbH 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 Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen und/oder Mitglieder ihrer Geschäftsleitung, ihrer leitenden Angestellten und/oder ihrer Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Finanzinstrumente oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern. Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen können als Betreuer für die Finanzinstrumente oder damit zusammenhängender Investments fungieren, sie auf eigene Rechnung an Kunden verkaufen oder von ihnen kaufen, Investmentbank-Dienstleistungen für oder in Bezug auf diese Emittenten erbringen oder solche Dienstleistungen anbieten und können auch im Vorstand, sonstigen Organen oder Ausschüssen dieser Emittenten vertreten sein.

Mit Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.



Independent Research

Senckenberganlage 10-12  
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0  
Telefax: +49 (69) 971490-90  
E-Mail: [info@irffm.de](mailto:info@irffm.de)  
Internet: [www.irffm.de](http://www.irffm.de)