



# Unternehmen aktuell

Donnerstag, den 26.05.2011

## Kaufen

(vorher: Halten vom 12.04.2011)

## Hochtief

Ersteller: Stefan Röhle (Analyst)

### Branche

Bau / Baustoffe

### Kursziel

68,00 EUR

### Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 25.05.2011 (EUR)	57,65
Anzahl der Aktien (Mio.)	77,0
Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	4.439
Freefloat (%)	42,40

### Bewertungskennzahlen

	2011e	2012e
KGV	107,4	14,1
EV/EBITDA	7,4	4,6
EV/EBIT	30,8	8,6
Dividendenrendite (%)	0,9	3,6

### Termine

Zahlen Q2	15.08.2011
Zahlen Q3	10.11.2011

### Historische Entwicklung (Schlusskurs)

52-Wochen-Hoch/Tief (EUR) 76,85/45,09

	1M	3M	12M
absolut (%)	-4,7	-17,9	12,1
relativ gg. (PP)	1M	3M	12M
MDAX	-4,0	-21,2	-24,4
Stoxx Europe 600			
Construction & Materials	-0,1	-16,5	-4,4



### Kürzel

Reuters	HOTG.DE
Bloomberg	HOT GY
ISIN	DE0006070006

Hochtief wies in Q1 2011 infolge der hohen Sonderbelastungen durch Leighton erwartungsgemäß einen hohen Nettoverlust aus. Dieser lag leicht niedriger als vom Markt prognostiziert. Hierzu trug die operativ solide Entwicklung insbesondere in den Segmenten Bau Asien/Pazifik und Europa bei. Hochtief bestätigte die im April gesenkte Guidance für 2011. Der geplante Verkauf von Concessions könnte dabei einen höheren Buchgewinn als erwartet einbringen. VINCI soll an dem Bereich Interesse bekundet haben. Wir gehen in diesem Fall von einem Komplettverkauf und nicht nur eines Mehrheitsanteils aus. Für die Aktie sehen wir deutliches Erholungspotenzial. Kurzfristig belastet noch der Vertrauensverlust infolge der Gewinnwarnungen bei Leighton, doch notiert die Hochtief-Aktie derzeit auf KGV-Basis auf einem im historischen Vergleich niedrigen Bewertungsniveau. Wir stufen sie daher bei einem Kursziel von 68,00 Euro auf Kaufen (alt: Halten) hoch.

### Unternehmensdaten

(in Mio. EUR / IFRS)

	2009	2010	2011e	2012e
Umsatz	18.166	20.159	20.663	22.089
EBITDA	1.027	1.394	947	1.520
EBIT	525	715	227	809
gg. Vj. (%)	83	36	-68	257
EBIT-Marge (%)	2,9	3,5	1,1	3,7
Nettoergebnis	192	288	40	301
gg. Vj. (%)	22,3	50,3	-86,2	659,5
Nettoergebnis bereinigt	192	288	40	301
gg. Vj. (%)	22,3	50,3	-86,2	659,5
Cashflow	949	1.036	781	968
EK-Quote (%)	26,1	28,5	26,6	28,5

### Daten je Aktie

(in EUR)

Ergebnis	2,88	4,31	0,54	4,08
Cashflow	14,27	15,50	10,58	13,11
Dividende	1,50	2,00	0,50	2,10

Der im MDAX notierte Hochtief-Konzern ist mit über 50.000 Mitarbeitern der viertgrößte Baudienstleister der Welt. Die Strategie beruht auf der Erbringung integrierter Leistungen entlang des Lebenszyklus von Infrastrukturprojekten, Immobilien und Anlagen. Das Modul Immobilienentwicklung wird durch den Bereich Immobilien abgedeckt. Hoch- und Tiefbauleistungen (Modul Bau) erbringen die Bereiche Bau Europa, Bau Nord-/Südamerika (Turner, Flatiron) und Bau Asien/Pazifik (55%-Beteiligung an Leighton Holdings). Das Dienstleistungsmodul vertritt der Bereich Service mit seinen Gebäude- und Energiemanagementaktivitäten. Den Lebenszyklus schließt das Modul Betrieb durch den noch jungen Konzessionsbereich (Flughäfen, Mautstraßen, öffentliche Gebäude).



## Highlights

- ⇒ Wie erwartet wies Hochtief in Q1 2011 infolge der Sonderbelastungen durch Leighton einen hohen Verlust aus. Auf operativer Ebene fielen die Zahlen solide aus.
- ⇒ Der Konzern hat die im April gesenkte Guidance für 2011 wie erwartet bestätigt. Ein Komplettverkauf von Concessions an VINCI erscheint eine realistische Option.

## Geschäftsentwicklung

Hochtief hat in Q1 2011 mit einem EBT von -444,8 (Vj.: +120,6; Marktkonsens: -523,0) Mio. Euro und einem Nettoergebnis von -169,5 (Vj.: +34,1; Marktkonsens: -174,0) Mio. Euro erwartungsgemäß einen signifikanten Verlust ausgewiesen. Wie angekündigt belasteten hierbei Sonderaufwendungen im Bereich Bau Asien/Pazifik (EBT: -557,0 (Vj.: +95,8) Mio. Euro). Diese bezifferte Leighton (vgl. Unternehmen Aktuell vom 12.04.11) auf rd. 860 Mio. Euro vor Steuern bzw. ca. 680 Mio. Euro nach Steuern (bei letzterem entfallen auf Hochtief entsprechend der Beteiligungsquote ca. 54%).

Auf operativer Ebene fielen die Zahlen überzeugend aus. Der Umsatz kletterte um 10,6% (währungsbereinigt: +4,6%) auf 4,92 (Vj.: 4,45; Marktkonsens: 4,75) Mrd. Euro. Das EBT und das Nettoergebnis über den Markterwartungen lagen insbesondere den Bereichen Bau Nord-/Südamerika und Europa geschuldet. Der Bereich Bau Nord-/Südamerika profitierte von einem lebhaften Geschäft bei Turner und Flatiron. Das EBT von 47,1 (Vj.: 21,5) Mio. Euro beinhaltet dabei einen Sonderertrag aus der Auflösung von Rückstellungen. Erfreulich ist der starke EBT-Anstieg auf 16,4 (Vj.: 3,2) Mio. Euro im Bereich Europa. Hochtief profitierte von steigenden Ergebnissen im internationalen Geschäft und höheren Margen im deutschen Hochbau. Die Restrukturierungen im Deutschlandgeschäft zeigen damit seit 2009 kontinuierlich Erfolge. Auffällig war zudem das hohe EBT von 24,9 (Vj.: 10,4) Mio. Euro im Konzessionsbereich. Hochtief konnte hier eine Rückstellung für Beteiligungsrisiken des Flughafens Düsseldorf ertragswirksam auflösen. Darüber hinaus wirkte sich die steigende Zahl an Fluggästen positiv auf das Segmentergebnis aus.

Hochtief	Umsatz Q1 2010 in Mio. EUR	Umsatz Q1 2011 in Mio. EUR	Veränderung gg. Vj.
Bau Nord-/Südamerika	1.287	1.302	1,1%
Bau Asien/Pazifik	2.473	2.910	17,7%
Konzessionen	23	11	-54,3%
Europa	648	678	4,6%
Konsolidierung	17	20	-
<b>Konzern</b>	<b>4.448</b>	<b>4.919</b>	<b>10,6%</b>
Auftragseingang	3.451	5.413	56,9%
Auftragsbestand (zum 31.03.)	36.736	45.606	24,1%

Quelle: Hochtief, Independent Research



Hochtief	EBT Q1 2010 in Mio. EUR	EBT Q1 2011 in Mio. EUR	Veränderung gg. Vj.
Bau Nord-/Südamerika	21,5	47,1	119,1%
Bau Asien/Pazifik	95,8	-557,0	-
Konzessionen	10,4	24,9	139,4%
Europa	3,2	16,4	412,5%
Konsolidierung	-10,3	23,8	-
<b>Konzern</b>	<b>120,6</b>	<b>-444,8</b>	<b>-468,8%</b>
<b>EBT-Marge</b>	<b>2,7%</b>	<b>-9,0%</b>	<b>-11,8 PP</b>

Quelle: Hochtief, Independent Research

## Perspektiven

Ohne die Einmalbelastungen durch Leighton fiel das Q1-Zahlenwerk solide aus. Dies spiegelt sich auch im hohen Auftragseingang von 5,41 (Vj.: 3,45) Mrd. Euro (+56,6% y/y; währungsbereinigt: +48,0% y/y) wider. Der gegenüber dem Jahresende 2010 rückläufige Auftragsbestand zum 31.03.11 von 45,61 (31.12.10: 47,49; 31.03.10: 36,74) Mrd. Euro war im Wesentlichen währungsbedingt (Effekt: -1,98 Mrd. Euro). Anzumerken ist darüber hinaus, dass ein Großteil der Sonderaufwendungen nicht liquiditätswirksam war (u.a. Abschreibungen auf Al Habtoor und Projektgesellschaften), so dass der operative Cashflow mit -186,5 (Vj.: -152,5) Mio. Euro im saisonal üblichen Rahmen lag.

Hochtief hat die Mitte April gesenkte Guidance für 2011 erwartungsgemäß bestätigt. Inklusive des Buchgewinns aus dem geplanten Concessions-Verkauf rechnet der Konzern mit einem um bis zu 50% unter dem Vorjahr liegenden EBT (2010: 0,76 Mrd. Euro; alte Guidance: 1 Mrd. Euro). Die Ziele für 2012 und 2013 wurden bestätigt. Dies erscheint uns plausibel, da Leighton erneut bekräftigte, im kommenden Geschäftsjahr 2011/12 (30.06.) mit einem Nettogewinn von 600 bis 650 Mio. AUD deutlich in die Gewinnzone zurückzukehren. Wir bestätigen unsere EpS-Prognosen für Hochtief für 2011 und 2012 (ohne Buchgewinne aus Asset-Verkäufen).

Der Kursverlauf der Aktie ist auf Sicht von drei (-18%) und einem Monat (-5%) als enttäuschend, aber nicht unerwartet anzusehen. Unseres Erachtens ist dies auf den Vertrauensverlust infolge der Gewinnwarnungen von Leighton zurückzuführen. Leighton hat hierauf mit Änderungen auf der Personalseite und der internen Reportingstruktur (z.B. bei Leighton India, Leighton Offshore und Al Habtoor) reagiert. Infolge der schlechten Kursentwicklung notiert die Hochtief-Aktie mit einem KGV 2012 von 14,1 mittlerweile auf einem im historischen Vergleich niedrigen Niveau. Positive Nachrichten könnten durch den Verkauf von Concessions anstehen, da VINCI Interesse bekundet haben soll. Falls VINCI Concessions übernimmt, ist mit einem Kompletterwerb zu rechnen. Dies würde zu einem höheren Buchgewinn führen. Wir sehen für die Aktie deutliches Erholungspotenzial und stufen sie bei einem unveränderten Kursziel von 68,00 Euro (Peer Group-Analyse) auf Kaufen (alt: Halten) hoch.



## SWOT-Analyse

### Stärken

- hoher Internationalisierungsgrad macht Hochtief von Konjunkturzyklen unabhängiger
- Entwicklung vom Baukonzern zum integrierten Immobiliendienstleister
- solide Bilanz mit geringer Nettofinanzverschuldung und gutem Working Capital-Management

### Schwächen

- volatiles und zyklisches Baugeschäft
- eingeschränkte Synergien zwischen den einzelnen Baueinheiten (Europa, USA, Asien/Australien)
- eingeschränkter Zugriff auf australische Tochter Leighton
- hohe Abhängigkeit vom Bereich Bau Asien/Pazifik (Leighton)
- Vertrauensverlust durch Gewinnwarnungen bei Leighton

### Chancen

- Übernahme von Hochtief durch Großaktionär ACS angestrebt
- Aktienkäufe durch ACS an der Börse
- Expansion in Wachstumsregionen wie Asien, dem Nahen Osten und Osteuropa
- hohe Sonderdividende durch avisierte Asset-Verkäufe

### Risiken

- Erholung der Baubranche könnte langsamer als erwartet vorangehen
- hoher Margendruck in der Baubranche (vor allem in Europa)
- auf gute Beziehungen innerhalb von Projektgesellschaften (z.B. im Bereich Konzessionen) angewiesen
- Projektrisiken (Strafzahlungen etc.)

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.

## **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, FTD, 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<sup>®</sup>, 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: 26.05.2011 -**

**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: 26.05.2011**

**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)