



Unternehmen aktuell

Freitag, den 25.02.2011

Halten

(vorher: Kaufen vom 15.06.2010)

Branche

Versorger

Kursziel

6,50 EUR

Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 24.02.2011 (EUR)	6,21
Anzahl der Aktien (Mio.)	5.483,8
Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	34.033
Freefloat (%)	67,52

Bewertungskennzahlen

	2011e	2012e
KGV	11,8	11,3
KCFV	5,6	5,1
EV/EBITDA	8,2	7,8
EV/EBIT	12,5	11,7
Dividendenrendite (%)	5,4	5,6

Termine

Investorentag	02.03.2011
Zahlen Q1	05.05.2011

Historische Entwicklung (Schlusskurs)

52-Wochen-Hoch/Tief (EUR)	6,58/4,50		
---------------------------	-----------	--	--

	1M	3M	12M
absolut (%)	-1,0	13,3	6,8
relativ gg. (PP)	1M	3M	12M
EuroStoxx 50	-0,7	6,6	-3,1
Stoxx Europe 600 Utilities	-0,6	8,2	4,0



Kürzel

Reuters	IBE.MC
Bloomberg	IBE.SQ
ISIN	ES0144580Y14

Iberdrola

Ersteller: Sven Diermeier (Senior Analyst)

Die Geschäftsentwicklung im Jahr 2010 entsprach unseren Erwartungen. Die eigenen Zielsetzungen wurden erreicht. Die Gesamtdividende für das Geschäftsjahr 2010 soll mindestens auf Vorjahresniveau liegen, was sich mit unserer Prognose deckt. Die Verschuldungssituation des Konzerns ist unseres Erachtens weiterhin nicht komfortabel, was u.a. auf das so genannte Tarifdefizit zurückzuführen ist. Hier deutet sich eine Entlastung für den Konzern durch weitere Anleiheemissionen (Stromanleihen) des spanischen Staates an. Durch die Elektro-Akquisition baut Iberdrola seine Aktivitäten in Wachstumsregionen weiter aus und reduziert damit die Abhängigkeit vom spanischen Heimatmarkt. Daher bewerten wir die Elektro-Übernahme positiv, zumal der Kaufpreis angemessen erscheint. Vor dem Hintergrund, dass Iberdrola am 02.03. ein Strategie-Update im Rahmen einer Investorenkonferenz bekannt gibt, sehen wir vorerst kein signifikantes Aufwärtspotenzial für die Aktie. Bei einem Kursziel von 6,50 Euro lautet unser Votum Halten.

Unternehmensdaten

(in Mio. EUR / IFRS)	2009	2010	2011e	2012e
Umsatz	25.892	30.431	31.587	33.009
gg. Vj. (%)	2,8	17,5	3,8	4,5
Bruttogewinn	10.788	11.645	12.208	12.877
EBITDA	6.815	7.528	7.834	8.284
EBIT	4.509	4.830	5.124	5.475
gg. Vj. (%)	5,8	7,1	6,1	6,9
Gewinn vor Steuern	3.658	3.841	4.035	4.360
gg. Vj. (%)	-5,3	5,0	5,1	8,0
Nettoergebnis	2.824	2.871	2.951	3.205
Cashflow	6.481	7.208	6.247	7.098
ROE (%)	9,7	9,1	9,0	9,3

Daten je Aktie

(in EUR)	2009	2010	2011e	2012e
Ergebnis	0,56	0,53	0,53	0,55
Cashflow	1,28	1,34	1,12	1,22
Dividende	0,33	0,33	0,33	0,35

Der spanische Energieversorger ist im Strom- und Gasgeschäft tätig. Er ist der weltweit größte Erzeuger von Strom aus Windenergie. Der Konzern ist vor allem in Spanien und Lateinamerika (Mexiko/Brasilien) sowie durch die Übernahmen von Scottish Power im April 2007 und Energy East im September 2008 auch in Großbritannien und den USA tätig. Iberdrola verfügt über ihre börsennotierte Tochter Iberdrola Renovables (Iberdrola-Anteil: 80%) über eine große Projektpipeline im Bereich der Erneuerbaren Energien, überwiegend bei Windenergie. Im Iberdrola-Konzern sind ca. 33.000 Mitarbeiter tätig.



Highlights

- ⇨ Im Geschäftsjahr 2010 konnte Iberdrola sowohl beim Umsatz als auch bei den Ergebnissen Zuwächse gegenüber dem Vorjahr ausweisen.
- ⇨ Die Ziele für das Geschäftsjahr 2010 wurden erreicht.
- ⇨ Iberdrola beabsichtigt die Übernahme der brasilianischen Elektro.

Geschäftsentwicklung

Auf Grund überdurchschnittlich gestiegener Beschaffungskosten (+25,3% y/y) sowie Verbrauchssteuern (+33,1% y/y) kletterte das EBITDA im Geschäftsjahr 2010 im Vergleich zum Umsatz (+17,5% auf 30,43 (Vj.: 25,89) Mrd. Euro) nur unterproportional um 10,5% auf 7,53 (Vj.: 6,82) Mrd. Euro. Währungsbereinigt lag der EBITDA-Anstieg bei 7,1% y/y. Ergebnistreiber waren insbesondere das regulierte Energiegeschäft in Spanien (Stromverteilung) mit einem EBITDA-Anstieg von 270,8 Mio. Euro y/y sowie das US-Geschäft (+259,5 Mio. Euro). Ergebnisrückgänge verzeichnete Iberdrola in Großbritannien (Scottish Power) sowie im Nicht-Energiegeschäft (vor allem auf Grund der Schwäche des spanischen Immobilienmarktes). Überproportional gestiegene Abschreibungen, ein schwächeres Finanzergebnis sowie eine höhere Steuerquote waren dafür verantwortlich, dass das Nettoergebnis (+1,6% auf 2,87 (Vj.: 2,82) Mrd. Euro) nur unterproportional zulegte. Auf bereinigter Basis kletterte das Nettoergebnis um 5,6% auf 2,58 (Vj.: 2,45) Mrd. Euro. Für das Geschäftsjahr 2010 will Iberdrola eine Gesamtdividende ausschütten, die mindestens auf dem Vorjahresniveau (0,326 Euro je Aktie) liegt. Das Unternehmen hatte für 2010 bereits eine Zwischendividende von 0,146 Euro je Aktie ausgeschüttet.

Iberdrola	EBITDA Gj. 2009	EBITDA Gj. 2010	Veränderung	Veränderung
	in Mio. EUR	in Mio. EUR	in Mio. EUR	in %
Liberalisiertes Geschäft	1.330,7	1.483,1	152,4	11,5%
Reguliertes Geschäft	1.118,9	1.389,7	270,8	24,2%
Holding	-57,7	-25,1	32,6	-
Energie Spanien	2.391,9	2.847,7	455,8	19,1%
Erneuerbare Energien	1.325,3	1.455,7	130,4	9,8%
Scottish Power	1.451,2	1.349,0	-102,2	-7,0%
Iberdrola USA	451,3	710,8	259,5	57,5%
Lateinamerika	859,7	963,6	103,9	12,1%
Nicht-Energiegeschäft	335,9	201,1	-134,8	-40,1%
Konzern	6.815,3	7.527,9	712,6	10,5%

Quelle: Iberdrola, Independent Research



Iberdrola	EBITDA Q4 2009	EBITDA Q4 2010	Veränderung	Veränderung
	in Mio. EUR	in Mio. EUR	in Mio. EUR	in %
Liberalisiertes Geschäft	324,9	241,5	-83,4	-25,7%
Reguliertes Geschäft	277,1	462,1	185,0	66,8%
Holding	-61,8	6,4	68,2	-
Energie Spanien	540,2	710,0	169,8	31,4%
Erneuerbare Energien	511,6	483,7	-27,9	-5,5%
Scottish Power	354,0	360,0	6,0	1,7%
Iberdrola USA	113,2	182,0	68,8	60,8%
Lateinamerika	214,6	225,5	10,9	5,1%
Nicht-Energiegeschäft	130,6	4,1	-126,5	-96,9%
Konzern	1.864,2	1.965,3	101,1	5,4%

Quelle: Iberdrola, Independent Research

Perspektiven

Das Zahlenwerk für das Geschäftsjahr 2010 bewegte sich im Rahmen unserer Erwartungen. Iberdrola hat seine Ziele erreicht (EBITDA und bereinigtes Nettoergebnis über Vorjahresniveau). Zudem lag das EBITDA-Wachstum über den für den Zeitraum 2010 bis 2012 durchschnittlich in Aussicht gestellten Anstieg von 5% bis 9% pro Jahr. Die Bilanz- und Verschuldungskennzahlen des Konzerns sind unseres Erachtens u.a. auf Grund der Finanzierung des so genannten Tarifdefizits (Stromproduktionskosten der Versorger liegen über den staatlich regulierten Stromtarifen für die Endverbraucher) weiterhin nicht komfortabel. Im Jahr 2010 bezifferte sich das Tarifdefizit von Iberdrola auf 1,63 Mrd. Euro, so dass es sich in Summe auf 5,25 Mrd. Euro (31.12.2010) erhöht hat. Die Cashflow-Entwicklung des Konzerns stufen wir als erfreulich ein (operativer Cashflow: +11,3% auf 5,47 (Vj.: 4,91) Mrd. Euro).

Iberdrola hat mit AEI eine Vereinbarung zum Kauf von 99,68% der Anteile an der brasilianischen Elektro für 2,4 Mrd. USD (ca. 1,78 Mrd. Euro) in bar getroffen. Bei Elektro handelt es sich um das neuntgrößte Stromverteilungsunternehmen in Brasilien und das drittgrößte im Bundesstaat Sao Paulo. Iberdrola erwartet, dass die Übernahme ab dem ersten Jahr positiv zum EpS und zum Cashflow je Aktie beitragen wird. Die Transaktion will der Konzern mit vorhandenen Barmitteln sowie neuen Krediten finanzieren. Iberdrola beabsichtigt, den Zusammenschluss von Elektro und dem brasilianischen Stromunternehmen Neoenergia (Iberdrola-Anteil: 39%) vorzuschlagen. Vor dem Hintergrund der angestrebten Übernahme erwarten wir, dass Iberdrola auf der Strategiepräsentation am 02.03. eine aktualisierte Guidance veröffentlichen wird.

Auf Basis unseres Gordon Growth-Modells haben wir ein unverändertes Kursziel von 6,50 Euro für die Iberdrola-Aktie ermittelt. Damit verfügt der Titel unseres Erachtens über kein signifikantes Aufwärtspotenzial. Wir belassen daher unser Votum auf Halten.



SWOT-Analyse

Stärken

- Hoher Anteil Erneuerbarer Energien bei der Stromerzeugung
- Strategisch weitsichtiges Management
- Attraktive Ausschüttungspolitik

Schwächen

- Hohe Verschuldung auf Grund der Übernahmen von Scottish Power und Eney East sowie dem Tarif-Defizit
- Bindung von Managementkapazität auf Grund des Integrationsprozesses

Chancen

- Internationales Wachstum
- Umfangreiche Entwicklungspipeline bei Erneuerbaren Energien (hauptsächlich Windkraft) weltweit und insbesondere in den USA
- Synergiepotenzial aus der erfolgreichen Integration der Akquisitionen

Risiken

- Zunehmende Regulierung könnte den Druck auf die Profitabilität weiter erhöhen
- Steigende Wettbewerbsintensität auf der Endverbraucherebene
- Erneuerbare Energien sind überwiegend noch auf staatliche Förderung angewiesen
- Hohe Verschuldung des spanischen, britischen und US-amerikanischen Staates (allgemeine Steuererhöhungen, Sondersteuern, etc. möglich)

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, 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 abgezinsten 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 50SM und Stoxx Europe 50SM). 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: 25.02.2011 -

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: 25.02.2011

**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
Internet: www.irffm.de