



# Unternehmen aktuell

Montag, den 19.07.2010

## Halten

(vorher: Akkumulieren vom 16.12.2009)

### Branche

Industriegüter / -dienstleistungen

### Kursziel

16,00 USD

### Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 16.07.2010 (USD)	14,55
Anzahl der Aktien (Mio.)	10.122,0
Marktkapitalisierung (Mio. USD)	147.275
Freefloat (%)	100,00

### Bewertungskennzahlen

	2010e	2011e
KGV	13,5	11,2
KCFV	2,5	2,4
EV/Umsatz	3,4	3,5
EV/EBITDA	17,3	16,0
Dividendenrendite (%)	3,1	3,6

### Termine

### Historische Entwicklung (Schlusskurs)

52-Wochen-Hoch/Tief (USD)	19,70/11,25		
absolut (%)	1M	3M	12M
	-8,8	-23,2	24,9
relativ gg. (PP)	1M	3M	12M
DJ Industrial Avg.	-5,4	-14,2	9,4
Stoxx Americas			
600 Industrial	-2,5	-10,7	-0,2
Goods & Services			



### Kürzel

Reuters	GE.N
Bloomberg	GE UN
ISIN	US3696041033

## General Electric

Ersteller: Rossen Koev (Analyst)

Im zweiten Quartal (Q2) 2010 ging der Umsatz um 4% y/y auf 37,44 (Vj.: 39,11) Mrd. USD zurück. Das Segment GE Capital verzeichnete einen deutlichen Ergebnisanstieg von 93% y/y wobei der Umsatz um 3% y/y zurückging. In Q2 setzte sich die Stabilisierung des Geschäfts der Sparte weiterhin fort. Wir erachten die Maßnahmen, die das Management ergriffen hat, um die negativen Folgen der Probleme des internationalen Finanzsektors zu begrenzen, für sinnvoll. Die Unternehmensprognosen halten wir für realistisch. Für das laufende Geschäftsjahr gehen wir von Umsätzen auf dem Vorjahresniveau und leichten Anstiegen der operativen Margen aus. Für 2011 rechnen wir ergebnisseitig mit deutlichen Zuwächsen. Bei einem Kursziel von 16,00 USD votieren wir weiterhin mit Halten.

### Unternehmensdaten

(in Mio. USD / US-GAAP)

	2008	2009	2010e	2011e
Umsatz	182.515	156.783	157.097	154.112
gg. Vj. (%)	5,8	-14,1	0,2	-1,9
EBITDA	38.765	30.248	30.809	33.359
gg. Vj. (%)	-1,5	-22,0	1,9	8,3
EBITDA-Marge (%)	21,2	19,3	19,6	21,6
Operatives Ergebnis	26.360	19.339	19.958	22.149
gg. Vj. (%)	-9,4	-26,6	3,2	11,0
Operative Marge (%)	14,4	12,3	12,7	14,4
Nettoergebnis	17.410	11.025	11.238	13.477
gg. Vj. (%)	-21,6	-36,7	1,9	19,9
Nettomarge (%)	9,5	7,0	7,2	8,7
EK-Quote (%)	13,1	15,0	15,1	15,0

### Daten je Aktie

(in USD)

Ergebnis	1,79	1,03	1,08	1,30
Cashflow	5,00	4,68	5,71	6,04
Dividende	1,24	0,61	0,45	0,52

General Electric Co. ist ein global aufgestellter Mischkonzern, der neben Investitions- und Konsumgütern auch Produkte im High-Tech-Sektor produziert und Dienstleistungen für den Industrie- und Finanzbereich anbietet. Dabei liegt der Umsatzschwerpunkt in den USA mit ca. 50% am Gesamtumsatz. Das operative Geschäft hat der Konzern zuletzt in vier Bereiche aufgliedert: Energie Infrastruktur (Atomkraftwerke, Erneuerbare Energien, Öl- und Gastechologie, Wasseraufbereitung etc.), Technologie Infrastruktur (Transport, Medizintechnik, Flugzeugmotoren, Industrieautomation, Lichttechnologie, Sicherheit und Messtechnik), GE Capital, hier werden die Finanzaktivitäten zusammengefasst (u.a. Immobilien, Kredite, Leasing, Versicherungen), und NBC Universal (einer der weltweit größten Medien- und Unterhaltungsgruppen). Gegründet wurde die Gesellschaft 1890 von dem Erfinder der Glühbirne Thomas Alva Edison.



## Highlights

- ⇨ Bei einem Umsatzrückgang von 3% y/y im Segment GE Capital konnte das Ergebnis in diesem Segment um 93% gesteigert werden.
- ⇨ Der Bereich Energy verbuchte bei einem Umsatzrückgang von 9% einen Ergebnisanstieg von 3% gegenüber dem Vorjahr.
- ⇨ Im Zuge der Fokussierung auf margenstärkere Geschäftsfelder wird ein Joint Venture, in das die Sparte NBC Universal ausgelagert wird, gegründet.

## Geschäftsentwicklung

General Electric (GE) hat am Freitag (16.07.) die Zahlen für das zweite Quartal (Q2) 2010 veröffentlicht. Der Umsatz sank um 4% y/y auf 37,44 (Vj.: 39,11; unsere Prognose: 37,82; Marktconsens: 38,34) Mrd. USD. In der Finanzsparte GE Capital ging der Umsatz um 3% y/y auf 12,30 Mrd. USD zurück. Dabei konnte das Ergebnis um 93% y/y auf 830 Mio. USD gesteigert werden. Am deutlichsten fiel der Umsatzrückgang im Segment Energy mit 9% y/y auf 9,54 Mrd. USD aus, das damit absolut betrachtet für den Großteil des Umsatzrückgangs auf Konzernebene verantwortlich war. Mit Ausnahme des Segments Technology (Umsatz: -6% y/y; Ergebnis: -11% y/y) wurden in allen anderen Segmenten Ergebnisanstiege verzeichnet. Das Ergebnis der Segmente stieg um 8% y/y auf 5,04 Mrd. USD. Das Nettoergebnis verbesserte sich um 16% y/y auf 3,11 (2,69; unsere Prognose: 3,23; Marktconsens: 2,86) Mrd. USD. Zum 30.06.2010 verfügte der Konzern über einen Auftragsbestand von 44 (31.03.10: 45) Mrd. USD an Equipment-Aufträgen und 128 (31.03.10: 129) Mrd. USD an Service-Aufträgen.

<b>General Electric</b>	<b>Umsatz Q2 2009</b>	<b>Umsatz Q2 2010</b>	<b>Veränderung</b>
	in Mio. USD	in Mio. USD	(berichtet)
Energy Infrastruktur	10.459	9.540	-8,8%
Technology Infrastruktur	9.637	9.061	-6,0%
NBC Universal	3.565	3.750	5,2%
GE Capital	12.736	12.297	-3,4%
Sonstige	2.711	2.796	3,1%
<b>Konzern</b>	<b>39.108</b>	<b>37.444</b>	<b>-4,3%</b>
	<b>Ergebnis Q2 2009</b>	<b>Ergebnis Q2 2010</b>	<b>Veränderung</b>
	in Mio. USD	in Mio. USD	(berichtet)
Energy Infrastruktur	1.863	1.910	2,5%
Technology Infrastruktur	1.743	1.554	-10,8%
NBC Universal	539	607	12,6%
GE Capital	431	830	92,6%
Sonstige	90	143	58,9%
<b>Konzern</b>	<b>4.666</b>	<b>5.044</b>	<b>8,1%</b>

Quelle: General Electric, Independent Research



<b>General Electric</b>	<b>Umsatz H1 2009</b>	<b>Umsatz H1 2010</b>	<b>Veränderung</b>
	in Mio. USD	in Mio. USD	(berichtet)
Energy Infrastruktur	19.541	18.195	-6,9%
Technology Infrastruktur	19.160	17.720	-7,5%
NBC Universal	7.089	8.070	13,8%
GE Capital	26.511	24.628	-7,1%
Sonstige	5.245	5.436	3,6%
<b>Konzern</b>	<b>77.546</b>	<b>74.049</b>	<b>-4,5%</b>

  

	<b>Ergebnis H1 2009</b>	<b>Ergebnis H1 2010</b>	<b>Veränderung</b>
	in Mio. USD	in Mio. USD	(berichtet)
Energy Infrastruktur	3.181	3.391	6,6%
Technology Infrastruktur	3.445	2.957	-14,2%
NBC Universal	930	806	-13,3%
GE Capital	1.460	1.437	-1,6%
Sonstige	135	214	58,5%
<b>Konzern</b>	<b>9.151</b>	<b>8.805</b>	<b>-3,8%</b>

Quelle: General Electric, Independent Research

## Perspektiven

Die von General Electric veröffentlichten Zahlen für das zweite Quartal 2010 lagen im Rahmen unserer Erwartungen. GE erwartet für 2010 ein Ergebnis der Sektoren auf dem Vorjahresniveau. In der Infrastruktur- sowie in der Finanzsparte werden konstante Gewinne erwartet. Auf die Turbulenzen an den Finanzmärkten hat der Konzern mit einer aggressiven Kostenkontrolle reagiert. Außerdem soll die Fokussierung stärker dem margenstarken Dienstleistungsgeschäft gelten. Das Management zeigt sich bezüglich der weiteren Geschäftsentwicklung positiv und erwartet weiterhin positive Impulse von den diversen Konjunkturprogrammen in Ländern, in denen General Electric aktiv ist.

Wir halten die Unternehmensprognose überwiegend für realistisch. Wir sehen eine Bodenbildung in der Finanzsparte. In den Infrastruktursegmenten gehen wir von Umsätzen auf dem Vorjahresniveau aus. Dank einer verbesserten Kostenstruktur erwarten wir auch steigende operative Margen. In unserer Konzern-Umsatzprognose für 2010 gehen wir daher von einem konstanten Umsatz (+0,2% y/y) aus. Positive Impulse für das Industrie-Geschäft könnten von den weltweiten Konjunkturprogrammen ausgehen. Das Energy-Geschäft dürfte sich vergleichsweise stabil bis leicht rückläufig entwickeln. Für 2011 gehen wir von einem Umsatzrückgang von 1,9% aus. Wir erwarten jedoch, dass es zu Gewinnzuwächsen in allen Bereichen kommen wird.

Insgesamt fielen die Q2-Zahlen aus unserer Sicht stabil aus. Insbesondere ist der Ergebnisanstieg in der Finanzsparte hervorzuheben. Negative Konjunkturdaten aus den USA haben allerdings für Unsicherheiten gesorgt und die GE-Aktie musste zum Handelsschluss (16.07) um 4,6% nachgeben (Dow Jones: -2,5%). Bei einem unveränderten Kursziel von 16,00 USD (Peer Group-Analyse) lautet unser Votum weiterhin Halten.



## SWOT-Analyse

### Stärken

- General Electric ist der Branchen-Primus (im Industriesektor)
- Breite regionale Aufstellung
- Der Konzern profitiert von der Vergabe von Regierungsaufträgen; betrifft insbesondere den Bau von Flugzeugturbinen sowie Infrastrukturprojekte in Entwicklungsländern
- Stabiles Finanzfundament, kein Finanzierungsbedarf

### Schwächen

- Ein hoher Umsatzanteil der Finanzsparte GE Capital
- Im hohen Maße konjunkturabhängiges Geschäftsmodell
- Immer noch wird ein Großteil der Aktivitäten in den USA betrieben

### Chancen

- Reduzierung der Finanzaktivitäten
- Hoher Auftragsbestand
- Internationale Konjunkturprogramme

### Risiken

- Wertabschreibungen
- Die positiven Steuereffekte werden sich in den nächsten Jahren reduzieren
- Währungsrisiken
- Konjunkturelle Risiken

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, 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<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: 19.07.2010 -**

**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: 19.07.2010**

**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)