



Halten

(vorher: Akumulieren vom 11.12.2009)

Branche

Telekommunikation

Kursziel

18,00 EUR

Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 02.08.2010 (EUR)	16,43
Anzahl der Aktien (Mio.)	2.614,3
Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	42.953
Freefloat (%)	76,75

Bewertungskennzahlen

	2010e	2011e
KGV	10,0	9,2
KGV bereinigt	9,6	9,3
EV/Umsatz	1,7	1,7
EV/EBITDA	4,8	4,7
Dividendenrendite (%)	8,6	8,7

Termine

Q3-Zahlen	28.10.2010
-----------	------------

Historische Entwicklung (Schlusskurs)

52-Wochen-Hoch/Tief (EUR)	18,78/14,01		
---------------------------	-------------	--	--

	1M	3M	12M
absolut (%)	15,7	0,2	-6,2
relativ gg. (PP)	1M	3M	12M
EuroStoxx 50	3,8	0,0	-11,8
Stoxx Europe 600 Telecommunications	3,8	-5,2	-18,1



Kürzel

Reuters	FTE.PA
Bloomberg	FTE.FP
ISIN	FR0000133308

France Télécom

Ersteller: Rossen Koev (Analyst)

Die Zahlen für das erste Halbjahr 2010 lagen im Rahmen unserer Erwartungen. Der Ausblick wurde bestätigt. U.a. soll sich der freie Cash Flow mit hoher Wahrscheinlichkeit in 2010 bis 2012 jeweils auf 8 Mrd. Euro belaufen. Der Konzern ist sowohl im Inland als auch im Ausland gut positioniert. Aus unserer Sicht ist es wichtig, dass zur Zeit keine großen Akquisitionen geplant sind. Für die zukünftige Geschäftsentwicklung sehen wir durch den regulatorischen und politischen Druck in den für France Télécom relevanten Märkten mögliche Risiken. Dies wurde auch in der bisherigen Geschäftsentwicklung deutlich. Neben den Regulierungsvorgaben, u.a. bezüglich Roaming-Gebühren sowie der Reduzierung der Terminierungsentgelte, sind des Weiteren auch negative Währungseffekte zu berücksichtigen. Bei einem auf 18,00 (alt: 16,50) Euro erhöhten Kursziel (Peer Group-Bewertung) lautet unser Votum weiterhin Halten.

Unternehmensdaten

(in Mio. EUR / IFRS)	2008	2009	2010e	2011e
Umsatz	53.488	50.952	44.791	44.970
EBITDA	19.399	17.254	15.912	16.144
EBITDA-Marge (%)	36,3	33,9	35,5	35,9
EBIT	10.272	7.859	9.387	9.758
EBIT-Marge (%)	19,2	15,4	21,0	21,7
Nettoergebnis	4.069	4.369	4.257	4.632
Capex	6.867	5.717	5.900	5.800
Capex/Sales-Ratio (%)	12,8	11,2	13,2	12,9
Net Debt	35.859	33.253	33.709	34.273
Net Debt/EBITDA	1,8	1,9	2,1	2,1

Daten je Aktie

(in EUR)	2008	2009	2010e	2011e
Ergebnis	1,56	1,71	1,65	1,80
Cashflow	5,77	5,64	4,54	4,46
Dividende	1,40	1,40	1,42	1,43

France Télécom ist eines der führenden Telekommunikationsunternehmen weltweit. Der Konzern ist überwiegend in Europa tätig. Ein Teil der Konzernstrategie ist es, die Aktivitäten in der Wachstumsregion Afrika verstärkt auszubauen. Über die Hälfte des Umsatzes erwirtschaftet die France Télécom auf dem französischen Heimatmarkt. France Télécom ist in den Geschäftsbereichen Festnetz, Mobilfunk (Orange), Internet und Netzinfrastruktur (Equant) aktiv. Seit 2005 werden die verschiedenen Aktivitäten in die Bereiche Home, Personal und Enterprise gegliedert. International (u.a. in UK, Spanien, Belgien, Rumänien, Polen sowie afrikanischen Ländern) ist France Télécom nur noch mit der Marke Orange, die vom Mobilfunkgeschäft auf das Festnetz- bzw. Breitbandgeschäft übertragen wurde, präsent.



Highlights

- ⇒ Der Umsatz ging in H1 2010 u.a. auf Grund der negativen Effekte durch die Regulierungsvorgaben um 1,2% y/y (vergleichbare Basis: -2,2%; bereinigt um Regulierungseffekte: konstant) zurück.
- ⇒ Die Sondereffekte (Regulierungsvorgaben in Europa und speziell in Frankreich) haben auch die EBITDA-Marge negativ beeinflusst. Sie sank auf 34,3% (Vj.: 35,4%).
- ⇒ Für 2010 rechnet das Unternehmen - ohne die Berücksichtigung der Regulierungseffekte - mit einer Umsatz- und Gewinnentwicklung auf dem Niveau des Vorjahres.

Geschäftsentwicklung

Der Umsatz sank im ersten Halbjahr 2010 um 1,2% y/y auf 22,14 (Vj.: 22,42; unsere Prognose: 22,19; Marktkonsens: 22,11) Mrd. Euro (vergleichbare Basis: -2,2%). Nach Unternehmensangaben ist der Umsatzrückgang insbesondere auf Regulierungseffekte zurückzuführen. Bereinigt um diese Effekte lag der Umsatz auf einem konstanten Niveau gegenüber dem Vorjahr. Das EBITDA verringerte sich um 3,7% y/y auf 7,75 (Vj.: 8,04; unsere Prognose: 7,79; Marktkonsens: 7,73) Mrd. Euro (vergleichbare Basis: -4,6%). Die EBITDA-Marge belief sich auf 35,0% (Vj.: 35,9%). Die Konzernführung zeigt sich bezüglich der weiteren Entwicklung zuversichtlich. In Q2 2010 ist es zu einer leichten Erholung auf der Umsatz- und Ergebnisebene gekommen.

France Télécom	Umsatz Q2 2009	Umsatz Q2 2010	Veränderung	Veränderung
	in Mio. EUR	in Mio. EUR	(berichtet)	(organisch)
Frankreich	5.931	5.816	-1,9%	-1,8%
Mobilfunk	2.731	2.691	-1,5%	-1,5%
Festnetz/Breitband	3.514	3.399	-3,3%	-2,4%
Konsolidierung	-314	-274	-	-
Spanien	966	945	-3,3%	-1,8%
Mobilfunk	795	777	-3,0%	-1,8%
Festnetz/Breitband	171	168	-4,4%	-1,7%
Polen	940	993	1,1%	-4,7%
Mobilfunk	439	486	2,3%	-0,2%
Festnetz/Breitband	563	570	0,7%	-8,7%
Konsolidierung	-62	-63	-	-
Sonstige	3.396	3.431	1,0%	-
Konzern	11.233	11.185	-0,4%	-1,7%

Quelle: France Télécom, Independent Research



France Télécom	Umsatz H1 2009	Umsatz H1 2010	Veränderung	Veränderung
	in Mio. EUR	in Mio. EUR	(berichtet)	(organisch)
Frankreich	11.845	11.590	-2,2%	-2,0%
Mobilfunk	5.379	5.315	-1,2%	-1,2%
Festnetz/Breitband	7.073	6.808	-3,7%	-2,8%
Konsolidierung	-607	-533	-	-
Spanien	1.920	1.867	-3,3%	-2,3%
Mobilfunk	1.578	1.536	-3,0%	-2,2%
Festnetz/Breitband	342	331	-4,4%	-2,9%
Polen	1.901	1.964	1,1%	-7,5%
Mobilfunk	884	941	2,3%	-4,7%
Festnetz/Breitband	1.138	1.149	0,7%	-9,6%
Konsolidierung	-121	-126	-	-
Sonstige	6.752	6.723	-0,4%	-
Konzern	22.418	22.144	-1,2%	-2,2%

Quelle: France Télécom, Independent Research

Perspektiven

Die von France Télécom am 29.07. veröffentlichten Zahlen für das erste Halbjahr 2010 lagen leicht unter unseren Erwartungen. Der Konzern bestätigte den Ausblick für 2010. France Télécom rechnet mit einem stabilen Umsatz ohne Berücksichtigung von Regulierungsvorgaben. Nach Unternehmensangaben wird insbesondere die Senkung der Terminierungsentgelte zu einem Umsatzrückgang in 2010 von rund 1 Mrd. Euro führen. Für 2010 erwartet France Télécom eine stabile Gewinnentwicklung auf dem Niveau von 2009 ohne Berücksichtigung von Regulierungsvorgaben. Zusätzlich soll weiterhin durch Kosteneinsparungen der Gewinnrückgang aufgehalten und Neuinvestitionen ermöglicht werden. Die Investitionsrate soll auf 12% erhöht werden, da das Unternehmen 2010 in Frankreich weitere Investitionen im Bereich Faseroptik plant. Der freie Cash Flow soll sich auf 8 Mrd. Euro belaufen, die Dividendenpolitik wird beibehalten. Zusätzlich hat das Unternehmen angekündigt auch zukünftig kleinere Akquisitionen in aufstrebenden Märkten zu tätigen.

Die operative Entwicklung von France Télécom leidet stark unter den negativen Effekten der Roaming-Vorgaben der EU, den reduzierten Terminierungsentgelten sowie der Verschärfung des Konkurrenzkampfes im nationalen Mobilfunkmarkt (vor allem Aufhebung der Exklusivvereinbarung mit Apple). Das Entgegenwirken durch höhere Vertriebs- und Marketingaufwendungen belastet die Profitabilität. Positive Impulse aus Spanien werden vom Konzern auf Grund des konjunkturellen Abschwungs nicht mehr erwartet.

Die Zahlen wurden vom Markt positiv aufgenommen. Insbesondere stützten die Aussagen bezüglich der weiteren Dividendenpolitik die Aktie. Der Konzern bekräftigte das Vorhaben in den nächsten drei Jahren jeweils eine Dividende von 1,40 Euro je Aktie auszuschütten. Die Aktie notierte am 29.07. sehr fest und legte um 5,5% zu, womit sie Tagesgewinner im EuroStoxx 50 war. Bei einem auf 18,00 (alt: 16,50) Euro (Peer Group-Analyse) erhöhten Kursziel lautet unser Votum weiterhin Halten.



SWOT-Analyse

Stärken

- Im Gegensatz zu mehreren Wettbewerbern, auch Ex-Monopolisten, besitzt der Konzern eine hervorragende Marktposition auf dem Heimatmarkt und kann sie weiterhin ausbauen (v.a. Mobilfunk)
- Gut positioniert in Wachstumsmärkten (einziger Konzern in der betrachteten Peer Group mit großer Erfahrung in Afrika)
- Sehr gut positioniert im IPTV-Geschäft. Führende Position in Europa
- Erfolgreiche Kostenoptimierungsprogramme, v.a. im Festnetz- und Geschäftskundensegment

Schwächen

- Zunehmender Wettbewerbs-/Preisdruck in den Mobilfunkmärkten in Europa (betroffene Märkte: Frankreich u. Spanien)
- Politischer Einfluss beeinträchtigt operative Entscheidungen

Chancen

- Reduzierung des Staatsanteils
- Wachstumspotenzial in Osteuropa und Emerging Markets-Regionen, v.a. Afrika
- Einführung von neuen Produktlinien

Risiken

- Zunehmender Wettbewerbs- und Preisdruck im nationalen
- Konjunkturelle Sensibilität (v.a. im Geschäftskundensegment)
- Sinkende Gesprächsumsätze trotz steigender Telefonieinheiten

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.

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Branchen -:

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®, 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: 03.08.2010 -

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: 03.08.2010

**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
Internet: www.irffm.de