



Unternehmen aktuell

Dienstag, den 12.04.2011

Halten

(vorher: Kaufen vom 16.12.2010)

Hochtief

Ersteller: Stefan Röhle (Analyst)

Branche

Bau / Baustoffe

Kursziel

68,00 EUR

Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 11.04.2011 (EUR)	62,26
Anzahl der Aktien (Mio.)	77,0
Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	4.794
Freefloat (%)	49,00

Bewertungskennzahlen

	2011e	2012e
KGV	116,0	15,3
EV/EBITDA	8,9	3,9
EV/EBIT	neg.	7,3
Dividendenrendite (%)	0,8	3,4

Termine

Hauptversammlung	12.05.2011
Zahlen Q1	16.05.2011

Historische Entwicklung (Schlusskurs)

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

	1M	3M	12M
absolut (%)	-11,2	0,7	-2,0
relativ gg. (PP)	1M	3M	12M
MDAX	-15,5	-0,5	-24,8
Stoxx Europe 600			
Construction & Materials	-15,1	-2,2	-3,8



Kürzel

Reuters	HOTG.DE
Bloomberg	HOT GY
ISIN	DE0006070006

Leighton hat für das Geschäftsjahr 2010/11 (30.06.) eine deutliche Gewinnwarnung ausgesprochen. Die Gründe hierfür liegen in signifikanten Kostenüberschreitungen bei zwei Großprojekten und Problemen bei der Beteiligung Al Habtoor. Daher haben Hochtief - und wir - die Prognose für 2011 deutlich gesenkt. Auswirkungen auf die Guidance für 2012 und 2013 sind bislang nicht zu erkennen. Aus unserer Sicht zeigen die Gründe für die Gewinnwarnung deutliche Defizite bei der Risikokontrolle bei Leighton und bei der Kontrolle durch Hochtief auf. Zudem stellt sich erneut die Problematik der eingeschränkten Durchgriffsmöglichkeiten von Hochtief auf Leighton. Unseres Erachtens überwiegt bei der Aktie derzeit der Vertrauensverlust durch die Schwäche des bisherigen Gewinntreibers Leighton, obwohl wir infolge des Kursrückgangs mit weiteren Aktienkäufen durch ACS rechnen. Wir bestätigen bei einem Kursziel von 68,00 (alt: 76,00) Euro unser Halten-Votum.

Unternehmensdaten

(in Mio. EUR / IFRS)

	2009	2010	2011e	2012e
Umsatz	18.166	20.159	20.663	22.089
EBITDA	1.027	1.394	667	1.520
EBIT	525	715	-20	809
gg. Vj. (%)	83	36	-	-
EBIT-Marge (%)	2,9	3,5	-0,1	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	826	891
EK-Quote (%)	26,1	28,5	26,5	28,5

Daten je Aktie

(in EUR)

Ergebnis	2,88	4,31	0,54	4,08
Cashflow	14,27	15,50	11,18	12,06
Dividende	1,50	2,00	0,50	2,10

Der im MDAX notierte Hochtief-Konzern ist mit über 50.000 Mitarbeitern der viergrößte 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

- ⇒ Hochtief hat 2010 unsere und die Markterwartungen deutlich übertroffen.
- ⇒ Die Konzerntochter Leighton hat erwartungsgemäß eine deutliche Gewinnwarnung ausgesprochen und eine Kapitalerhöhung angekündigt. Hochtief muss im Gegenzug die Prognose für 2011 signifikant senken.

Geschäftsentwicklung

Hochtief hat 2010 unsere Erwartungen deutlich übertroffen. Der Umsatzanstieg um 11,0% auf 20,16 (Vj.: 18,17; unsere Prognose: 18,89; Marktkonsens: 19,26) Mrd. Euro wurde maßgeblich von Währungseffekten getragen (organisch: -1,5% y/y). Die EBT-Steigerung auf 756,6 (Vj.: 596,9; unsere Prognose: 652,7; Marktkonsens: 659,0) Mio. Euro hat uns überrascht. Der hohe Beitrag von Leighton von 512,7 (Vj.: 432,9) Mio. Euro verdeutlicht, dass die Buchgewinne aus dem Verkauf eines 35%-Anteils des Indiengeschäfts und positive Wechselkurseffekte die Wertberichtigungen auf das Bauprojekt Airport Link in Brisbane sowie auf die Beteiligung Al Habtoor überkompensiert haben. Hervorzuheben ist auch der Bereich Bau Nord-/Südamerika. Obwohl der Umsatz organisch um 8,5% y/y fiel, verbesserten sich das EBT und die EBT-Marge auf 126,5 (Vj.: 93,5) Mio. Euro bzw. 2,0% (Vj.: 1,4%). Hierzu trugen Effizienzsteigerungen sowie ein gutes Geschäft beim Tiefbauunternehmen Flatiron bei. Weiterhin nicht zufriedenstellend ist die Margenschwäche im Bereich Services (EBT-Marge: 2,2% (Vj.: 2,8%)).

In Q4 2010 stieg der Umsatz deutlich um 35,6% auf 5,96 (Vj.: 4,40) Mrd. Euro (organisch: +20,0% y/y). Getrieben wurde der Anstieg von einem guten Jahresschlussgeschäft bei Leighton (Umsatz währungsbereinigt: +30,7% y/y), dem Turnaround im Bereich Bau Nord-/Südamerika (währungsbereinigt: +5,4% y/y; Q3 2010: -1,8% y/y) sowie einem starken Europageschäft (Umsatz: +35,3% y/y). Das überraschend hohe EBT von 326,4 (Vj.: 171,4) Mio. Euro reflektiert den hohen Beitrag von Leighton. Allerdings war das Q3-Ergebnis u.a. auf Grund von Projektverzögerungen sehr schwach ausgefallen.

Hochtief	Umsatz	Umsatz	Veränderung	Umsatz	Umsatz	Veränderung
	Q4 2009	Q4 2010		Gj. 2009	Gj. 2010	
	in Mio. EUR	in Mio. EUR	gg. Vj.	in Mio. EUR	in Mio. EUR	gg. Vj.
Bau Nord-/Südamerika	1.477	1.712	15,9%	6.614	6.396	-3,3%
Bau Asien/Pazifik	2.008	3.153	57,1%	7.771	10.339	33,0%
Konzessionen	36	32	-12,1%	189	110	-41,7%
Bau Europa	581	787	35,3%	2.225	2.377	6,8%
Real Estate	118	76	-35,8%	645	198	-69,2%
Services	155	174	12,4%	625	653	4,5%
Konsolidierung	20	24	18,8%	96	84	-12,2%
Konzern	4.395	5.957	35,6%	18.166	20.159	11,0%

Quelle: Hochtief, Independent Research



Hochtief	EBT	EBT	Veränderung	EBT	EBT	Veränderung
	Q4 2009	Q4 2010		Gj. 2009	Gj. 2010	
	in Mio. EUR	in Mio. EUR	gg. Vj.	in Mio. EUR	in Mio. EUR	gg. Vj.
Bau Nord-/Südamerika	21,0	31,5	49,8%	93,5	126,5	35,3%
Bau Asien/Pazifik	122,4	224,7	83,5%	432,9	512,7	18,4%
Konzessionen	20,3	46,4	128,7%	75,1	84,3	12,3%
Bau Europa	15,3	19,8	29,3%	30,4	36,8	21,0%
Real Estate	16,9	28,0	65,9%	27,0	31,1	15,3%
Services	4,2	6,8	63,4%	17,3	14,5	-15,9%
Konsolidierung	-28,8	-30,9	-	-79,4	-49,4	-
Konzern	171,4	326,4	90,4%	596,9	756,6	26,8%
EBT-Marge	3,9%	5,5%	1,6 PP	3,3%	3,8%	0,5 PP

Quelle: Hochtief, Independent Research

PP = Prozentpunkte

Perspektiven

Wie erwartet, hat Leighton gestern (11.04.) eine Gewinnwarnung für das Geschäftsjahr 2010/11 (30.06.) ausgesprochen. Leighton erwartet nun einen Nettoverlust von 427 (zuvor: Nettogewinn von 480) Mio. AUD. Die Gründe hierfür liegen in signifikanten Kostenüberschreitungen bei den Großbauprojekten Airport Link in Brisbane und einer Wasserentsalzungsanlage in Victoria sowie weiteren Wertberichtigungen bei der 45%-Beteiligung Al Habtoor. Insgesamt belaufen sich die Sonderaufwendungen auf 0,91 Mrd. AUD nach Steuern. Für Hochtief kommt die Gewinnwarnung "überraschend". Die Konstellation spricht unseres Erachtens für ein nicht adäquates Risikomanagement bei Leighton bzw. einer nicht ausreichenden Kontrolle durch Hochtief. Daher stellt sich die Problematik der eingeschränkten Durchgriffsrechte von Hochtief auf Leighton erneut (Leighton agiert unabhängig; kein Gewinnabführungsvertrag; die Hochtief AG erhält nur die Dividendenzahlung; bei einer Kapitalerhöhung ist Hochtief zur Ausübung seiner Bezugsrechte gezwungen, um den Anteil knapp über 50% zu halten).

Hochtief geht wegen der Belastungen nun für 2011 - inklusive des Buchgewinns aus dem Concessions-Verkauf - von einem bis zu 50% unter dem Vorjahr liegenden EBT aus (2010: 0,76 Mrd. Euro; bisherige Guidance 2011: 1 Mrd. Euro). Das Konzern-EBT (ohne Buchgewinne) erwarten wir jetzt bei 18,9 (alt: 771,8) Mio. Euro und das EpS bei 0,54 (alt: 3,73) Euro. Mit Auswirkungen auf die Ergebnisse der Jahre 2012 und 2013 rechnen wir nicht.

Die Hochtief-Aktie hat gestern (11.04.) auch wegen der von Leighton angekündigten Kapitalerhöhung nochmals 9,5% verloren. Wir gehen davon aus, dass der Großaktionär ACS das Kursniveau zum Kauf weiterer Anteile nutzt, zumal mit dem von CEO Lütkestratkötter erklärten Rückzug nach der Hauptversammlung am 12.05. die Spanier auch operativ vor einem Durchgriff bei Hochtief stehen. Trotz einer in den nächsten Tagen zu erwartenden technischen Gegenreaktion sehen wir für die Aktie auf Grund des Vertrauensverlusts nur moderates Aufwärtspotenzial. Bei einem Kursziel von 68,00 (alt: 76,00) Euro (Peer Group-/Sum-of-the-Parts-Analyse) bestätigen wir unser Halten-Votum.



SWOT-Analyse

Stärken

- hoher Internationalisierungsgrad macht Hochtief von Konjunkturzyklen unabhängiger
- Entwicklung vom Baukonzern zum integrierten Immobilien-dienstleister
- 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
- Umstrukturierungen und personelle Konsequenzen bei Leighton zu erwarten

Chancen

- Übernahme von Hochtief durch Großaktionär ACS angestrebt
- Aktienkäufe durch ACS an der Börse können Kurs stützen
- Expansion in Wachstumsregionen wie Asien, dem Nahen Osten und Osteuropa

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[®], 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: 12.04.2011 -

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: 12.04.2011

**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