



Unternehmen aktuell

Montag, den 26.04.2010

Halten

(vorher: Akkumulieren vom 11.12.2009)

Branche

Bau / Baustoffe

Kursziel

44,00 EUR

Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 23.04.2010 (EUR)	39,34
Anzahl der Aktien (Mio.)	512,9
Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	20.176
Freefloat (%)	81,69

Bewertungskennzahlen

	2010e	2011e
KGV	18,7	13,8
EV/EBITDA	6,5	5,6
EV/EBIT	11,5	9,3
Dividendenrendite (%)	2,5	3,1

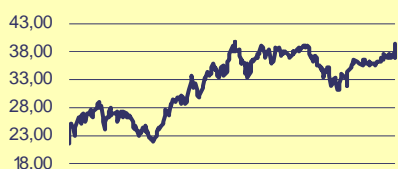
Termine

Hauptversammlung	03.06.2010
Zahlen H1	29.07.2010

Historische Entwicklung (Schlusskurs)

52-Wochen-Hoch/Tief (EUR)	40,65/21,62		
---------------------------	-------------	--	--

	1M	3M	12M
absolut (%)	10,1	12,3	45,7
relativ gg. (PP)	1M	3M	12M
EuroStoxx 50	10,8	9,1	19,9
Stoxx Europe 600			
Construction & Materials	4,8	3,7	9,1



Apr 2009 Okt 2009 Apr 2010

Kürzel

Reuters	SGOB.PA
Bloomberg	SGO FP
ISIN	FR0000125007

Saint-Gobain

Ersteller: Stefan Röhle (Analyst)

Die Umsatzzahlen für das Q1 2010 waren solide und übertrafen die Markterwartungen. Insbesondere die industrienahen Bereiche steigerten die Erlöse deutlich, während die baunahen Divisionen unter dem strengen Winter und der schwachen Marktverfassung litten. Die Guidance für 2010 (deutlicher Anstieg des bereinigten EBIT) wurde bestätigt. Wir halten den Ausblick für realistisch, da vor allem die Basis in H1 2009 schwach war und umfangreiche Kostensenkungen vorgenommen wurden. Unsere Einschätzung sehen wir durch die Aussagen des Managements (deutlich anziehende Geschäftsaktivitäten im März; signifikanter Ergebnisanstieg in Q1 2010) bestätigt. Wir sehen unverändert Risiken vor allem in der anhaltenden Schwäche des Hochbaus in Europa. Allerdings könnten die Aussagen von Saint-Gobain auch auf eine positive Ergebnisüberraschung in H1 2010 hindeuten. Wir sehen für die Aktie noch leichtes Aufwärtspotenzial und bestätigen bei einem Kursziel von 44,00 (alt: 40,00) Euro unser Halten-Votum.

Unternehmensdaten

(in Mio. EUR / IFRS)	2008	2009	2010e	2011e
Umsatz	43.800	37.786	38.598	40.721
EBITDA	5.330	4.073	4.314	4.975
EBIT	2.814	1.240	2.432	3.013
gg. Vj. (%)	-10,8	-55,9	96,1	23,9
EBIT-Marge (%)	6,4	3,3	6,3	7,4
Nettoergebnis	1378	202	1080	1459
gg. Vj. (%)	-7,3	-85,3	434,6	35,1
Nettoergebnis bereinigt	1.914	617	1.131	1.513
gg. Vj. (%)	-9,5	-67,8	83,3	33,8
Cashflow	3.379	3.390	2.457	3.455
EK-Quote (%)	33,5	37,7	38,8	39,6

Daten je Aktie

(in EUR)	2008	2009	2010e	2011e
Ergebnis	3,67	0,43	2,11	2,84
Cashflow	9,01	7,16	4,79	6,74
Dividende	1,00	1,00	1,00	1,20

Saint-Gobain ist ein weltweit führender Baustoffkonzern mit den Divisionen Flachglas, Hochleistungsmaterialien, Baumaterialprodukte, Baustoffhandel und Verpackungen. Das Unternehmen ist in 57 Ländern aktiv. In der Flachglasdivision wird Glas für den Einsatz in Gebäuden, Autos oder Flugzeugen gefertigt. Die Division Hochleistungsmaterialien produziert Keramik, Plastik und Schleifmaterial. In der Division Baumaterialprodukte hat sich Saint-Gobain die weltweite Marktführerschaft bei Isoliermaterialien und bei Gips erarbeitet und ist ein bedeutender Hersteller von Industrieremörtel. Im Baustoffhandel ist Saint-Gobain Europas Nr. 1. Der Verpackungsbereich stellt Glasverpackungen her.



Highlights

- ⇨ In Anbetracht des überdurchschnittlich kalten Winters fielen die Q1-Umsatzzahlen solide aus. Das EBIT ist signifikant gestiegen.
- ⇨ Saint-Gobain bestätigte seine Ziele für 2010 (u.a. signifikanter Anstieg des EBIT bei konstanten Wechselkursen).

Geschäftsentwicklung

Saint-Gobain legte insbesondere vor dem Hintergrund des kalten Winters solide Umsatzzahlen für das Q1 2010 vor. Der Umsatz fiel auf vergleichbarer Basis (lfl.) um 2,4% auf 8,74 (Vj.: 8,78; Marktkonsens: 8,38) Mrd. Euro. Dass die Marktlage schwierig bleibt, zeigt der Vergleich mit dem Q1 2008 (10,30 Mrd. Euro). Die industrienahen Bereiche Flachglas (lfl. +9,6%; anziehende Nachfrage bei Autoglas) und Hochleistungsmaterialien (lfl. +11,9%) profitierten vom Anstieg der Industrieproduktion. Wegen der Schwäche der Bauindustrie und des Winterwetters gingen die Umsätze im Bereich Baumaterialprodukte (lfl. -3,3%) und im größten Bereich Baustoffhandel (lfl. -8,8%) zurück. Trotz des unveränderten Erlösniveaus dürfte sich die Verschiebung im Umsatzmix ergebnisseitig positiv auswirken, da einem Erlösrückgang im margenschwachen Baustoffhandel (EBIT-Marge 2009: 2,4% (2008: 4,5%)) ein Umsatzanstieg in den margenstarken Bereichen Flachglas (3,4% (12,6%)) und Hochleistungsmaterialien (6,6% (13,0%)) gegenübersteht. Laut Saint-Gobain ist das EBIT in Q1 2010 deutlich gestiegen.

Saint-Gobain	Umsatz Q1 2009	Umsatz Q1 2010	Veränderung	
	in Mio. EUR	in Mio. EUR	berichtet	like-for-like (lfl.)*
Innovative Materialien	1.863,0	2.106,0	13,0%	10,4%
Flachglas	1.050,0	1.193,0	13,6%	9,6%
Hochleistungsmaterialien	818,0	921,0	12,6%	11,9%
Baumaterialprodukte	2.456,0	2.413,0	-1,8%	-3,3%
Innenausbau	1.280,0	1.191,0	-7,0%	-8,1%
Fassadenbau	1.184,0	1.229,0	3,8%	1,9%
Baustoffhandel	3.911,0	3.663,0	-6,3%	-8,8%
Verpackungen	800,0	787,0	-1,6%	-0,4%
Innenumsätze	-248,0	-232,0	-	-
Konzern	8.782,0	8.737,0	-0,5%	-2,4%
Frankreich	2.822,0	2.678,0	-5,1%	-5,1%
Rest Westeuropa	3.756,0	3.622,0	-3,6%	-5,6%
Nordamerika	1.228,0	1.249,0	1,7%	6,1%
Schwellenländer/Asien/Pazifik	1.339,0	1.609,0	20,2%	8,3%
Innenumsätze	-363,0	-421,0	-	-
Konzern	8.782,0	8.737,0	-0,5%	-2,4%

Quelle: Saint Gobain, Independent Research

* lfl.: vergleichbare Struktur und konstante Wechselkurse



Perspektiven

Saint-Gobain bekräftigte die Ziele für 2010. Demnach soll das EBIT (bei konstanten Wechselkursen) deutlich gesteigert werden. Den Free Cash Flow sieht der Konzern bei über 1 (2009: 1,02) Mrd. Euro. Darüber hinaus wurde das Kostensenkungsziel für 2010 von 0,20 Mrd. Euro bestätigt. Damit sollen die Kosten im Zeitraum 2008 bis 2010 insgesamt um 2,1 (2008: 0,4; 2009: 1,1; 2010: Zusatzeffekt aus den 2009 ergriffenen Maßnahmen: 0,4; neu: 0,2) Mrd. Euro reduziert werden. In Anbetracht des sehr schwachen Basisniveaus in H1 2009 (EBIT von nur 0,93 Mrd. Euro; H2 2009: 1,29 Mrd. Euro) sowie der Aussage des Managements, im März 2010 hätten die Aktivitäten deutlich angezogen, halten wir die Guidance unverändert für plausibel. Wir bestätigen vor diesem Hintergrund unsere EpS-Prognosen.

Allerdings bleiben die Rahmenbedingungen gerade für den Hochbau schwierig. Laut Eurostat sank die Bauproduktion in der EU27 im Februar um 2,9% (Januar: -1,1%), wobei sich die Situation im wichtigen französischen Heimatmarkt (-0,6%; Januar: 0,0%) zu stabilisieren beginnt. In den USA überraschten die guten Daten der Bauindustrie im März. Die Baugenehmigungen (annualisiert 865 (erwartet: 625) Tsd.; Frühindikator) und die Baubeginne (annualisiert 626 (erwartet: 610) Tsd.) übertrafen die Markterwartungen. Dass auch die Zuversicht von Saint-Gobain wieder steigt, wird durch die wieder geplanten, selektiven Investitionen (und hierbei auch Akquisitionen) vor allem in Wachstumsmärkten und -bereichen (z.B. Energieeffizienz, Solar) deutlich.

Die Aktie hat auf Einmonatssicht (+10,1%; relativ zum Stoxx Europe 600 Construction: +4,8%) sowie auf Dreimonatssicht (+12,3%; relativ zum Stoxx Europe 600 Construction: +3,7%) deutlich zugelegt. Wir führen dies neben den guten Umsatzzahlen auch auf die Äußerungen des Managements zum Geschäftsverlauf im März 2010 und die ermutigenden Daten aus der US-Bauwirtschaft zurück. Wir sehen für die Aktie trotz des erreichten Bewertungsniveaus (KGV 2011e: 13,8; CRH: 14,0 nach dem jüngsten Kursprung) noch leichtes Aufwärtspotenzial. Das Sentiment für Bauwerte mit dem Schwerpunkt Hochbau scheint sich aufgehellt zu haben. Zudem sehen wir nach den Aussagen des Saint-Gobain Managements die Möglichkeit eines Übertreffens unserer Prognosen für 2010 für gegeben. Wir erhöhen auf Basis unserer Peer Group-Bewertung unser Kursziel auf 44,00 (alt: 40,00) Euro und bestätigen unser Halten-Votum.



SWOT-Analyse

Stärken

- weltweit führender Baustoffkonzern
- starke produktseitige Diversifizierung
- führende Marktstellung in allen vier Geschäftsbereichen (Marktmacht)
- finanzielle Basis 2009 durch Kapitalerhöhung und Working Capital-Management gestärkt

Schwächen

- noch unzureichende regionale Diversifizierung (Schwerpunkte Frankreich und Westeuropa)
- hohe Firmenwerte in der Bilanz - entsprechen rund 66% des Eigenkapitals.
- Liquiditätsschonung (u.a. Investitionsverschiebungen) könnte sich mittelfristig negativ bemerkbar machen
- hohe Kartellstrafen verhängt (u.a. Flachglas) - drohender hoher Liquiditätsabfluss

Chancen

- Profiteur von Konjunkturprogrammen
- Saint-Gobain profitiert vom Trend zum energieeffizienten Bauen
- Ausbau des Geschäfts in Wachstumsmärkten
- weitere Trennung von Randaktivitäten (insbesondere Bereich Verpackungen)

Risiken

- Baugeschäft ist von einer starken Zyklizität geprägt
- trotz guter Diversifikation konnte sich Saint-Gobain weltweitem Konjunkturabschwung nicht entziehen
- Saint-Gobain ist seit längerem Prozessrisiken bei Asbestklagen in den USA ausgesetzt

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 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: 26.04.2010 -

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: 26.04.2010

**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