

HEALTHCARE

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Eckert & Ziegler³⁾⁶⁾

Reuters: EUZG.DE

Bloomberg: EUZ GY

Jahr *	Umsatz		Bereinigtes IFRS-Ergebnis je Aktie		Cashflow je Aktie		KGV	KCF	Dividende je Aktie
	Mio. EUR	(Mio. EUR)	EUR	(EUR)	EUR	(EUR)			
2012	120,0	(120,0)	1,95	(1,95)	2,92	(2,92)	12,1	8,1	0,60
2013e	124,1	(125,6)	2,10	(2,39)	3,15	(3,45)	12,8	8,5	0,65
2014e	134,2	(135,7)	2,65	(2,84)	3,79	(3,98)	10,1	7,1	0,70
2015e	147,9	(-)	3,11	(-)	4,30	(-)	8,7	6,3	0,75

* Geschäftsjahresende per 31.12. – Werte in Klammern: Angaben aus der letzten Publikation

Schwacher Start, aber Aussichten hellen sich auf, FV auf EUR 33(35) gesenkt

- » Eckert & Ziegler hat mit Umsätzen von EUR 26,5 Mio. (-9% geg. Vorjahr), einem EBIT von EUR 2,4 Mio. (-51% geg. Vorjahr) und einem Gewinn je Aktie von EUR 0,23 (-51% geg. Vorjahr) insgesamt ein schwaches erstes Quartal berichtet. Während die Umsätze in den Segmenten Isotope Products (-3% geg. Vorjahr auf EUR 13,6 Mio.) und Radiopharma (-2% geg. Vorjahr auf EUR 6,3 Mio.) nur leicht rückläufig waren, fielen diese in den Segmenten Umweltdienste (-35% geg. Vorjahr auf EUR 1,1 Mio.) und Strahlentherapie (-24% geg. Vorjahr auf EUR 5,5 Mio.) deutlich. Damit drückte vor allem das schwache Abschneiden in der Strahlentherapie die Gruppenbruttomarge deutlich – dies wurde auf EBIT-Ebene allerdings durch einen Einmalertrag in Höhe von EUR 1,3 Mio. aus einem Rechtsstreit abgefangen. Zusätzlich belasteten erhöhte Rückstellungen bei Umweltdiensten, die einer Erhöhung von Entsorgungsgebühren geschuldet sind. Dies ist aber wohl eher als Einmaleffekt zu klassifizieren.
- » Die schwachen Umsätze im Segment Strahlentherapie sind vor allem durch verzögerte Auslieferungen von Tumorbestrahlungsgeräten bedingt. Eckert & Ziegler hat bereits die Anzahlungen für diese Geräte erhalten und ist zuversichtlich, die ursprünglich geplante Jahresabsatzmenge nach wie vor zu erreichen. Auch in den anderen Segmenten zeichnet sich derzeit wieder eine bessere Entwicklung im Jahresverlauf ab. Das Unternehmen bestätigt daher seine Umsatzprognose für 2013 von EUR 125 Mio. und senkt die Nettogewinnprognose auf EUR 11,3 Mio. (zuvor 12,0 Mio.) nur leicht ab. Auf Basis unserer ebenfalls leicht gesenkten Gewinnsschätzungen ergibt sich ein neuer FV von EUR 33(35).

Nach schwachem Jahresstart hellen sich die Aussichten insbesondere im Segment Strahlentherapie wieder auf. Der Management-Ausblick für 2013 wurde nur auf Nettoergebnisebene leicht gesenkt. Weiterhin Kaufen mit neuem FV 33(35).

Ausgewählte Unternehmen	Kurs am 3.5.2013	KGV		EV / EBITDA		EV / Umsatz 13e	Anl.-urteil
		13e	14e	13e	14e		
Eckert & Ziegler	26,94 EUR	12,8	10,1	6,3	5,1	1,27	↑
Carl Zeiss Meditec	23,00 EUR	21,2	20,0	12,4	11,5	2,12	↓
Drägerwerk Vz.	97,26 EUR	12,1	11,2	7,3	6,6	0,93	↑
Sartorius Vz.	80,12 EUR	18,2	16,0	11,1	9,8	2,25	↑
STRATEC Biomedical	33,45 EUR	20,7	16,8	13,4	10,9	2,57	→
Median bez. auf alle Vergleichswerte		17,8	14,9	8,3	6,6	1,22	-

↑ = Kaufen, → = Halten, ↓ = Verkaufen, ● = nicht bewertet, n.a. = nicht aussagefähig
Quelle: DZ BANK, I/B/E/S, FactSet

AKTIEN

Flash
6.5.2013

Kaufen (zuvor Kaufen)

Schlusskurs am 3.5.2013

(in EUR): 26,94

Fair Value: 33,00 (zuvor 35,00)

Risikoklasse: 4

Finanzkennzahlen 2013e:

Buchwert je Aktie (in EUR):	16,81
EK-Quote (in %):	57,6
Nettorendite (in %):	9,8
ROE nach Steuern (in %):	12,6
Dividendenrendite (in %):	2,4
Free Cashflow (in Mio. EUR):	10,3
Net Debt (in Mio. EUR):	7,8

Anzahl Aktien

(Mio. Stück): 5,3

Marktkapitalisierung

(in Mio. EUR): 142,08

Free Float (in %): 67,7

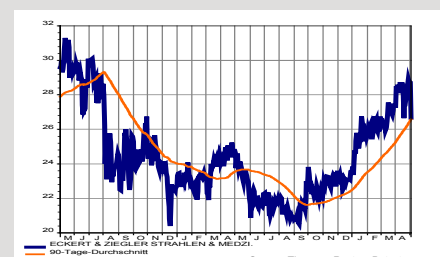
WKN: 565970

ISIN: DE0005659700

Datastream: D:EUZX

Nächster Newsflow:

Bericht Q2 15.08.2013



Ersteller: Sven Kürten, CFA, Analyst

DZ BANK
Zusammen geht mehr.

AUF EINEN BLICK

Unternehmensbeschreibung

Eckert & gehört zu den weltweit größten Herstellern radioaktiver Komponenten für medizinische, wissenschaftliche und messtechnische Zwecke. Die Gruppe konzentriert sich auf die Krebstherapie, industriellen Radiometrie, nuklearmedizinische Diagnostik und die Entsorgung von schwach radioaktiven Abfällen. Sie hat vier Segmente: Isotope Products, Strahlentherapie, Radiopharma und Umweltdienste.

Begründung des Anlageurteils

Der Spezialist für Radioaktivität ist gut aufgestellt, um auch zukünftig ein hohes organisches und akquisitionsgetriebenes Wachstum zu erzielen. Das im Jahr 2010 aufgestellte Unternehmensziel, den Umsatz bis 2014 auf 200 Mio. Euro zu verdoppeln, ist u.E. ambitioniert, aber unter der Voraussetzung, dass das Management - wie in der Vergangenheit gezeigt - Wert steigernde Akquisitionen zu fairen Preisen tätigen kann, erreichbar.

Kursrelevante aktuelle Themen

- » Erfolgreicher Abschluss von Wert steigernden Akquisitionen zu fairen Kaufpreisen
- » Erholung EBIT nach schwachem Jahresstart
- » Weitere Expansion in Asien und anderen Schwellenländern mit HDR Afterloadersystem MultiSource
- » Wiedereintritt in den US-amerikanischen Markt im Segment Strahlentherapie

Chancen und Risiken

Chancen	Risiken
Roter Faden Radioaktivität ermöglicht Skaleneffekte und Synergien	Entzug oder Nichterteilung von benötigten Lizenzen, (z.B. für Entsorgungsmöglichkeiten radioaktiver Abfälle, Radiopharmaka)
Hohes Spezial Know-how und langjährige Erfahrung mit Radioaktivität bietet Chancen für hohes Wachstum	Abhängigkeit von der USD-EUR-Entwicklung
Wachstumsoption Umweltdienste durch geplante Öffnung des Endlagers Schacht Konrad in 2019	Monopolistische Liefersituation bei einigen Rohstoffen, z.B. Isotope
Weiterer Ausbau der regionalen Präsenz in Asien/Pazifik	Entwicklung neuer, konkurrierender Produkte & Therapien
Hohe Markteintrittsbarrieren	Zahlung zu hoher Kaufpreise bei Akquisitionen

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Mio. Euro	2012	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatzerlöse	120,0	124,1	134,2	147,9	155,3
% ggü. Vorjahr	3%	3%	8%	10%	5%
Herstellungskosten	-54,8	-58,3	-62,2	-67,7	-69,9
Bruttoergebnis	65,2	65,7	71,9	80,1	85,4
% ggü. Vorjahr	1%	1%	9%	11%	7%
Vertriebskosten	-20,6	-21,3	-22,9	-25,1	-26,1
Verwaltungskosten	-22,8	-21,3	-22,3	-24,5	-25,5
F&E-Aufwand	-3,5	-3,5	-3,5	-3,8	-4,0
Sonstige betriebliche Erträge	8,6	4,0	4,3	4,7	5,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-7,0	-4,0	-4,0	-4,4	-4,7
Sondererträge/-aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Betriebsergebnis (EBIT)	19,9	19,6	23,5	26,9	30,1
Nachrichtlich: EBIT bereinigt	19,9	19,6	23,5	26,9	30,1
% ggü. Vorjahr	-13%	-2%	20%	15%	12%
Finanzergebnis	-2,5	-1,9	-1,7	-1,5	-1,4
Ergebnis vor Steuern	17,5	17,7	21,8	25,4	28,8
Nachrichtlich: EBT bereinigt	17,5	17,7	21,8	25,4	28,8
% ggü. Vorjahr	-14%	2%	23%	16%	13%
Ertragsteuern (fortgeführt)	-5,7	-5,6	-6,8	-7,9	-8,9
Steuerquote	33%	32%	31%	31%	31%
Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)	11,8	12,1	15,1	17,5	19,8
Ergebnis nach Ertragsteuern (nicht fortgeführt)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Ertragsteuern	11,8	12,1	15,1	17,5	19,8
Ergebnisanteile der Minderheiten	-1,5	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2
Ergebnis nach Anteilen Dritter	10,3	11,1	14,0	16,4	18,7
davon: aus fortgeführten Geschäftsbereichen	10,3	11,1	14,0	16,4	18,7
davon: aus nicht fortgeführten Geschäftsber.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewicht. dschn. Anz. Aktien, verwäss. (Mio. Stck.)	5,274	5,274	5,274	5,274	5,274
IFRS-Ergebnis je Aktie, verwässert	1,95	2,10	2,65	3,11	3,54
Bereinigtes Ergebnis je Aktie, verwässert (fortgeführt)	1,95	2,10	2,65	3,11	3,54
Nachrichtlich					
Abschreibungen	5,1	5,5	6,0	6,3	6,6
EBITDA	25,0	25,1	29,4	33,2	36,7
EBITDA bereinigt	25,0	25,1	29,4	33,2	36,7

Geschäftsjahresende per 31.12.

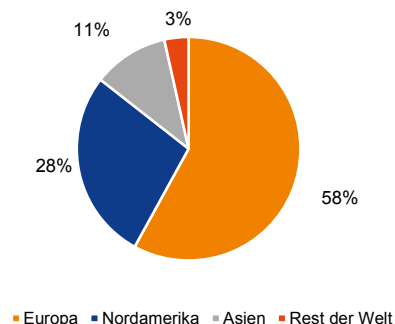
Quelle: Eckert & Ziegler und DZ BANK Schätzung

KENNZAHLEN

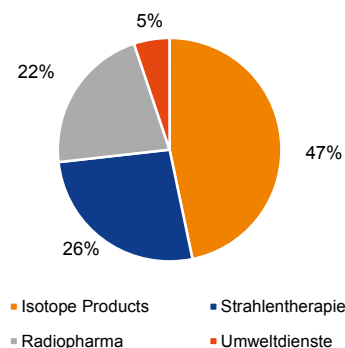
Euro	2012	2013e	2014e	2015e	2016e
GuV-Kennzahlen					
Umsatzerlöse (in Mio.)	120,0	124,1	134,2	147,9	155,3
EBITDA-Rendite	20,9%	20,3%	21,9%	22,5%	23,6%
EBIT-Rendite	16,6%	15,8%	17,5%	18,2%	19,4%
Nettorendite	9,8%	9,8%	11,2%	11,8%	12,8%
Investitionsquote	8,2%	6,9%	6,0%	5,4%	5,2%
F&E-Quote	2,9%	2,8%	2,6%	2,6%	2,6%
Verwalt. u. Vertriebskosten / Umsatz	36,1%	34,4%	33,7%	33,6%	33,2%
Sonst. betr. Aufw. u. Ertr. / Umsatz	-1,3%	0,0%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Finanzergebnis / Umsatz	-2,1%	-1,5%	-1,2%	-1,0%	-0,9%
Zinsdeckungskoeffizient	8,8	10,5	14,2	17,4	22,2
Dschn. Umsatzwachstum nächste 5 J.	6,0%				
Dschn. Ergebniswachstum nächste 5 J.					
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen					
Eigenkapitalrendite (ROE)	13,5%	12,6%	14,0%	14,4%	14,5%
Betriebskapitalrendite (ROCE)	17,7%	16,7%	19,2%	21,0%	22,9%
Produktivitätskennzahlen					
Umsatz je Mitarbeiter (in Tsd.)	427,04		225,47	244,41	252,46
EBIT je Mitarbeiter (in Tsd.)	70,94		39,46	44,48	48,98
Bilanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	52,9%	57,6%	60,5%	62,7%	65,1%
Anlagendeckungsgrad	144,3%	150,3%	160,3%	172,8%	187,5%
Liquidität (Quick Ratio)	171,2%	215,8%	258,6%	296,7%	348,4%
Forderungen / Umsatz	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%
Investitionen / Abschreibungen		153,3%	134,0%	127,2%	122,0%
Working Capital-Quote	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,8%
Net Debt (in Mio.)	13,5	7,8	0,3	-8,7	-22,1
Net Debt komplett (in Mio.)	31,5	26,7	20,1	12,1	-0,3
Kennziffern je Aktie					
Ergebnis je Aktie, verwässert	1,95	2,10	2,65	3,11	3,54
Cash Earnings je Aktie, verwässert	2,92	3,15	3,79	4,30	4,79
Dividende je StA	0,60	0,65	0,70	0,75	0,80
Cash je Aktie, verwässert	5,85	5,41	6,45	8,16	10,70
Net Debt je Aktie, verwässert	2,56	1,49	0,06	-1,65	-4,19
Bewertungskennzahlen					
Enterprise Value / Umsatz	1,2	1,3	1,1	1,0	0,8
Enterprise Value / EBITDA	5,8	6,3	5,1	4,3	3,6
Enterprise Value / EBIT	7,3	8,0	6,4	5,3	4,3
EV/Umsatz zu Umsatzwachstum	0,20	0,21	0,19	0,16	0,14
PEG-Ratio StA	0,98				
Geschäftsjahresende per 31.12.					

Quelle: Eckert & Ziegler, DZ BANK Schätzung

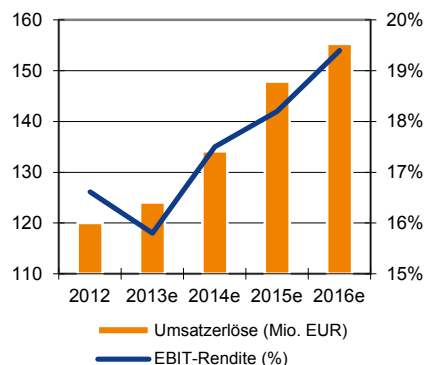
UMSATZ NACH REGIONEN 2012



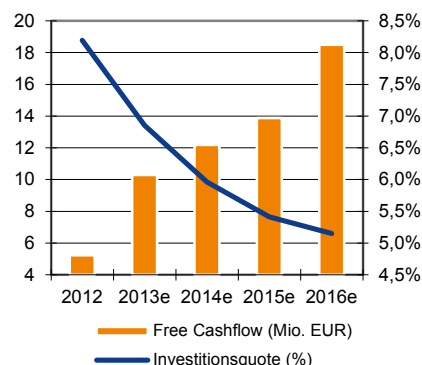
UMSATZ NACH GESCHÄFTSFELDERN 2012



UMSATZ- UND MARGENTWICKLUNG



FREE CASHFLOW UND INVESTITIONSQUOTE



¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

DAS UNTERNEHMEN IN ZAHLEN

Mio. Euro	2012	2013e	2014e	2015e	2016e
Gewinn- und Verlustrechnung					
Umsatzerlöse	120,0	124,1	134,2	147,9	155,3
Herstellungskosten	-54,8	-58,3	-62,2	-67,7	-69,9
Bruttoergebnis	65,2	65,7	71,9	80,1	85,4
Vertriebskosten	-20,6	-21,3	-22,9	-25,1	-26,1
Verwaltungskosten	-22,8	-21,3	-22,3	-24,5	-25,5
F&E-Aufwand	-3,5	-3,5	-3,5	-3,8	-4,0
Sonst. betr. Erträge/Aufwendungen	1,6	0,0	0,3	0,3	0,3
Betriebsergebnis (EBIT)	19,9	19,6	23,5	26,9	30,1
Finanzergebnis	-2,5	-1,9	-1,7	-1,5	-1,4
Ergebnis vor Steuern	17,5	17,7	21,8	25,4	28,8
Ertragsteuern (fortgeführt)	-5,7	-5,6	-6,8	-7,9	-8,9
Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)	11,8	12,1	15,1	17,5	19,8
Ergebnis nach Ertragsteuern (nicht fortgeführt)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Ertragsteuern	11,8	12,1	15,1	17,5	19,8
Ergebnisanteile der Minderheiten	-1,5	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2
Ergebnis nach Anteilen Dritter	10,3	11,1	14,0	16,4	18,7
Bilanz					
Langfristige Vermögenswerte	90,1	93,1	95,1	96,8	98,2
davon Goodwill	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1
Kurzfristige Vermögenswerte	74,3	73,5	82,7	96,6	112,6
davon liquide Mittel	30,8	28,5	34,0	43,0	56,4
Eigenkapital	87,0	95,9	107,5	121,3	137,2
Langfristige Verbindlichkeiten	43,1	44,0	44,9	45,9	47,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	34,4	26,6	25,3	26,1	26,6
Bilanzsumme	164,4	166,5	177,8	193,4	210,8
Kapitalflussrechnung					
CF betrieblich fortgeführt	16,6	18,3	19,7	21,2	25,7
CF betrieblich nicht fortgeführt	0,0				
CF Investitionen fortgeführt	-11,3	-8,0	-7,5	-7,4	-7,2
CF Investitionen nicht fortgeführt	0,0				
Free CF fortgeführt	5,2	10,3	12,2	13,9	18,5
Free CF nicht fortgeführt	0,0				
CF Finanzierung fortgeführt	-6,6	-12,6	-6,7	-4,9	-5,1
CF Finanzierung nicht fortgeführt	0,0				
Veränderung der liquiden Mittel	-1,4	-2,3	5,5	9,0	13,4
Geschäftsjahresende per 31.12.					

Quelle: Eckert & Ziegler und DZ BANK Schätzung

ÜBERSICHT

	2012	2013e	2014e	2015e	2016e
GuV (Mio. EUR)					
Umsatzerlöse	120,0	124,1	134,2	147,9	155,3
Bruttoergebnis	65,2	65,7	71,9	80,1	85,4
Verwalt.- u. Vertriebskosten	-43,4	-42,7	-45,2	-49,7	-51,5
F&E-Aufwand	-3,5	-3,5	-3,5	-3,8	-4,0
Betriebsergebnis (EBIT)	19,9	19,6	23,5	26,9	30,1
Finanzergebnis	-2,5	-1,9	-1,7	-1,5	-1,4
Ertragsteuern (fortgeführt)	-5,7	-5,6	-6,8	-7,9	-8,9
Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)	11,8	12,1	15,1	17,5	19,8
Ergebnis nach Ertragsteuern	11,8	12,1	15,1	17,5	19,8
Ergebnis nach Anteilen Dritter	10,3	11,1	14,0	16,4	18,7
GuV-Kennzahlen					
EBITDA-Rendite	20,9%	20,3%	21,9%	22,5%	23,6%
EBIT-Rendite	16,6%	15,8%	17,5%	18,2%	19,4%
Steuerquote	32,6%	31,8%	31,0%	31,0%	31,0%
Nettorendite	9,8%	9,8%	11,2%	11,8%	12,8%
Investitionsquote	8,2%	6,9%	6,0%	5,4%	5,2%
Finanzergebnis / Umsatz	-2,1%	-1,5%	-1,2%	-1,0%	-0,9%
Dschn. Umsatzwachstum nächste 5 J.	6,0%				
Dschn. Ergebniswachstum nächste 5 J.					
Bilanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	52,9%	57,6%	60,5%	62,7%	65,1%
Anlagendeckungsgrad	144,3%	150,3%	160,3%	172,8%	187,5%
Liquidität (Quick Ratio)	171,2%	215,8%	258,6%	296,7%	348,4%
Forderungen / Umsatz	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%
Investitionen / Abschreibungen		153,3%	134,0%	127,2%	122,0%
Working Capital-Quote	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,8%
Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)					
CF betrieblich fortgeführt	16,6	18,3	19,7	21,2	25,7
CF betrieblich nicht fortgeführt	0,0				
CF Investitionen fortgeführt	-11,3	-8,0	-7,5	-7,4	-7,2
CF Investitionen nicht fortgeführt	0,0				
Free CF fortgeführt	5,2	10,3	12,2	13,9	18,5
Free CF nicht fortgeführt	0,0				
CF Finanzierung fortgeführt	-6,6	-12,6	-6,7	-4,9	-5,1
CF Finanzierung nicht fortgeführt	0,0				
Veränderung der liquiden Mittel	-1,4	-2,3	5,5	9,0	13,4
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen					
Eigenkapitalrendite (ROE)	13,5%	12,6%	14,0%	14,4%	14,5%
Betriebskapitalrendite (ROCE)	17,7%	16,7%	19,2%	21,0%	22,9%
Kennziffern je Aktie (EUR)					
Ergebnis je Aktie, verwässert	1,95	2,10	2,65	3,11	3,54
Cash Earnings je Aktie, verwässert	2,92	3,15	3,79	4,30	4,79
Net Debt je Aktie, verwässert	2,56	1,49	0,06	-1,65	-4,19
Bewertungskennzahlen					
Enterprise Value / Umsatz	1,2	1,3	1,1	1,0	0,8
Enterprise Value / EBITDA	5,8	6,3	5,1	4,3	3,6
Enterprise Value / EBIT	7,3	8,0	6,4	5,3	4,3
KGV StA	12,1	12,8	10,1	8,7	7,6

Quelle: Eckert & Ziegler und DZ BANK Schätzung

RESEARCH-TEAM HEALTHCARE

Sven Kürten, CFA	Healthcare	+49 – (0)69 – 74 47 – 92 072	sven.kuerten@dzbank.de
------------------	------------	------------------------------	------------------------

SALES INSTITUTIONELLE

Deutschland, Benelux, Schweiz, Österreich, UK, Frankreich	Sandra Münstermann	+49 – (0)69 – 74 47 – 49 90	sandra.muenstermann@dzbank.de
---	--------------------	-----------------------------	-------------------------------

Equity Sales

Deutschland	Kai Böckel	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 28	kai.boeckel@dzbank.de
Benelux	Heiko Klebing	+49 – (0)69 – 74 47 – 49 95	heiko.klebing@dzbank.de
Schweiz	Petra Bukan	+49 – (0)69 – 74 47 – 4992	petra.bukan@dzbank.de
Österreich	Thomas Reichelt	+49 – (0)69 – 74 47 – 6709	thomas.reichelt@dzbank.de
UK	Lars Wohlers	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 34	lars.wohlers@dzbank.de
Frankreich	Sebastian Horn	+49 – (0)69 – 74 47 – 49 96	sebastian.horn@dzbank.de

Sales Trading

Sales Trading	Sacha Kaiser	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 28 28	sacha.kaiser@dzbank.de
---------------	--------------	-------------------------------	------------------------

DERIVATIVES SALES

Derivatives Sales	Michael Menrad	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 91 95	michael.menrad@dzbank.de
-------------------	----------------	-------------------------------	--------------------------

ZUGANG ZU DZ RESEARCH (KONTAKT ANJA.BECK@DZBANK.DE)

Bloomberg	DZAG <GO>
Reuters	"DZ Bank" & RCH <NEWS>

ANSPRECHPARTNER DEPOT A

Depot A Sales Aktien/Rohstoffe	Sven Köhler	+49 – (0)69 – 74 47 – 78 71	sven.koehler@dzbank.de
--------------------------------	-------------	-----------------------------	------------------------

ANSPRECHPARTNER SALES RETAIL

Sales Drittmarkt (In- und Ausland)	Markus Reitmeier	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 23 67	markus.reitmeier@dzbank.de
------------------------------------	------------------	-------------------------------	----------------------------

IMPRESSUM

Herausgeber: DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main
 Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorsitzender), Lars Hille, Wolfgang Köhler, Hans-Theo Macke, Albrecht Merz, Dr. Cornelius Riese (stv.), Thomas Ullrich, Frank Westhoff
 Verantwortlich: Stefan Bielmeier, Leiter Research und Volkswirtschaft
 © DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main 2013
 Nachdruck und Vervielfältigung nur mit Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

ZEITLICHE BEDINGUNGEN VORGESEHENER AKTUALISIERUNGEN (AKTIEN) UND ZEITLICHE ANGABEN ZU KURSEN/PREISEN

Die DZ BANK führt eine Liste der Unternehmen, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Masterliste") veröffentlicht werden. Zu allen Unternehmen auf der Masterliste werden kursrelevante Ereignisse kommentiert. Ob und warum solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK. Darüber hinaus werden für Werte auf der Masterliste umfangreiche Analysen verfasst. Für welche Unternehmen solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK. Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Masterliste aufgeführte Unternehmen die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird. Die Aktienkurse sind Datastream entnommen auf Basis der angegeb. Datastream-Kürzel; es sind Schlusskurse gemäß Datastream-Systematik.

ZUSTÄNDIGE AUFSICHTSBEHÖRDE

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Germany

VERANTWORTLICHES UNTERNEHMEN

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main, Germany

VERGÜTUNG DER ANALYSTEN

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 DZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK 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 NACHFOLGENDEN ERLÄUTERUNGEN (1-6) BEZIEHEN SICH AUF DIE ANGEgebenEN HOCHZIFFERN IN DER FINANZANALYSE.

Die DZ BANK 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.
- 5) halten Aktien des analysierten Emittenten im Handelsbestand.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Weitere Informationen und Pflichtangaben zu Finanzanalysen finden Sie unter www.dzbank.de

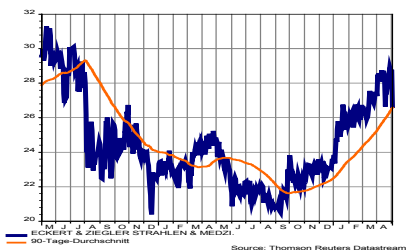
DISCLAIMER

1. a) Dieses Dokument wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland ("DZ BANK") erstellt und von der DZ BANK für die Verteilung in Deutschland und solchen Orten, die nachstehend genannt sind, genehmigt. Die Analysten, die dieses Dokument verfasst haben, sind bei der DZ BANK angestellt oder werden im Auftrag der DZ BANK tätig.
 b) Unsere Empfehlungen stellen keine Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach besten Kräften erstellte Beurteilung der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments wieder und können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Dokument darf in allen Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin beziehungsweise Wertpapiere durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.
 c) Dieses Dokument wurde Ihnen lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, an andere Personen weiter verteilt oder veröffentlicht werden.
 d) Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend geben die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Des Weiteren übernimmt die DZ BANK keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.
 Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.
 e) Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden. Die Informationen in diesem Dokument stellen keine Anlageberatung dar. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig.
 f) Die DZ BANK ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research-Analysten der DZ BANK liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften 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. DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.
 g) 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 DZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Wertpapieren oder Futures von Unternehmen haben, die vom Analysten gecovert werden.
 2. **Spezifische Angaben für die Vereinigten Staaten von Amerika und Kanada:**
 Dieses Research-Dokument wird US-amerikanischen Investoren durch die DZ BANK gemäß Vorschrift 15a-6 des *Securities and Exchange Act of 1934* zur Verfügung gestellt. Im Falle von Aktienresearch geschieht dies in Kooperation mit Auerbach

Grayson and Company, Inc., ein in den USA registrierter Broker-Dealer („Auerbach“). Die Verteilung an US Investoren erfolgt entweder durch Auerbach, entsprechend der Vorschriften der „Financial Industry Regulatory Authority“ der USA oder direkt durch die DZ BANK an große institutionelle Investoren entsprechend der Definition in Vorschrift 15a-6. Im Falle einer direkten Verteilung durch die DZ BANK ist es ausschließlich dazu bestimmt, von diesen gelesen zu werden. Jeder Auftrag zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, die in diesem Dokument analysiert werden, muss bei Auerbach platziert werden. Sie erreichen Auerbach in der 25 West 45th Street, New York, NY 10036, 212-557-4444. Dieses Dokument wurde außerhalb der Vereinigten Staaten von Analysten verfasst, für die möglicherweise keine Vorschriften über die Erstellung von Analysen und die Unabhängigkeit von Research-Analysten gelten, die den Vorschriften entsprechen, die in den Vereinigten Staaten gelten. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen, Schätzungen und Prognosen sind diejenigen der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments und können ohne Mitteilung geändert werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden von der DZ BANK aus Quellen zusammengestellt, die als zuverlässig eingeschätzt wurden; es übernimmt jedoch weder die DZ BANK noch ihre Tochtergesellschaften noch irgendeine andere Person ausdrücklich oder stillschweigend irgendwelche Garantien oder Gewährleistungen bezüglich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit dieses Dokuments. Im Anwendungsbereich der bundesrechtlichen Rechtsvorschriften der Vereinigten Staaten von Amerika (USA) oder dem Recht der Einzelstaaten der USA geht der vorstehende Garantie-, Haftungs- und Gewährleistungsausschluss der Klausel zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 1 d) vor. Die in diesem Dokument analysierten Wertpapiere/ADRS sind entweder an einer US-amerikanischen Börse notiert bzw. werden am US-amerikanischen Over-the-Counter-Markt oder ausschließlich am Devisenmarkt gehandelt. Diejenigen Wertpapiere, die nicht in den USA registriert sind, dürfen nicht innerhalb der USA oder US-amerikanischen Personen angeboten oder innerhalb der USA oder an US-amerikanische Personen verkauft werden (im Sinne von Regulation S und gemäß Securities Act of 1933 (das „Wertpapiergesetz“), es sei denn, es liegt eine Ausnahme entsprechend des Wertpapiergesetzes vor. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers im Sinne von Abschnitt 5 des Wertpapiergesetzes dar und weder dieses Dokument noch irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitigen Verpflichtung irgendeiner Art. Darüber hinaus ist es nicht zulässig, sich im Zusammenhang mit irgendeinem Vertrag oder einer anderweitigen Verpflichtung auf dieses Dokument oder irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile zu stützen. In Kanada darf dieses Dokument nur an die dort gebietsansässigen Personen verteilt werden, die, befreit von der Prospektspflicht gemäß den im jeweiligen Territorium bzw. der jeweiligen Provinz geltenden wertpapierrechtlichen Bestimmungen, berechtigt sind, Abschlüsse im Zusammenhang mit den hierin beschriebenen Wertpapieren zu tätigen.

3.a) **Spezifische Angaben für Großbritannien:** Die DZ BANK unterliegt hinsichtlich ihrer Verhaltens- und Organisationspflichten der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Soweit allerdings dieses Dokument in Großbritannien verteilt wird, darf es nur an berechtigte Gegenparteien (*Eligible Counterparties*) und professionelle Kunden (*Professional Clients*) entsprechend der Definition dieser Begriffe in den FSA (Financial Services Authority) Regularien verteilt und an diese gerichtet sein (diese Personen werden folgend als „relevante Personen“ bezeichnet). Keine anderen als die relevanten Personen sollen auf der Grundlage dieses Dokuments handeln oder darauf vertrauen. Jede Investitionen oder Investmentaktivität, auf die sich dieses Dokument bezieht, steht nur relevanten Personen zur Verfügung und nur relevante Personen können diese Investitionen tätigen.

- b) Die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften schließen ausdrücklich alle Bedingungen, Garantien, Gewährleistungen und Bestimmungen (gleich, ob sie auf Gesetz, *Common Law* oder auf anderer Grundlage beruhen) jeglicher Art aus, gleichgültig, ob sie sich auf die Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Information oder der in diesem Dokument vertretenen Meinungen oder Sonstiges beziehen. Ferner übernimmt die DZ BANK keinerlei Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste jeglicher Art, gleichgültig, ob sie aus einer Vertragsverletzung, unerlaubter Handlung (inklusive Fahrlässigkeit), Verletzung einer gesetzlichen Pflicht, Freistellung oder sonstigen Tatbeständen herrühren, welche durch die Veröffentlichung und/oder Nutzung dieses Dokuments entstanden sind. Mit keiner Angabe in diesem Disclaimer ist beabsichtigt, die Haftung für (i) Betrug, (ii) den Tod oder körperliche Verletzungen aufgrund von Fahrlässigkeit, (iii) Verletzung von Bedingungen mit Bezug auf Ansprüche gemäß Abschnitt 2 *Sale of Goods Act 1979* und/oder Abschnitt 2 *Supply of Goods and Services Act 1982*, oder (iv) in Bezug auf Tatbestände, bei denen die Haftung kraft Gesetzes nicht begrenzt oder aufgehoben werden darf, ganz oder teilweise auszuschließen. Im Anwendungsbereich der in England geltenden Rechtsvorschriften geht diese Ziffer 3 b) den Bestimmungen zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 1d) vor.
- 4. **Spezifische Angaben für Italien:** Dieses Dokument darf in Italien nur an Personen weitergeleitet werden, die in Artikel 2 (1) (e) der Richtlinie 2003/71/EG definiert sind („Qualifizierte Anleger“). Andere Personen als Qualifizierte Anleger sollten die Informationen in diesem Dokument weder lesen, noch danach handeln oder sich darauf verlassen. Jegliche Handlungen, die in diesem Dokument genannt werden, werden nur mit oder für Qualifizierte Anleger vorgenommen.
- 5.a) **Hinweis:** Sämtliche Fair Value-Werte / Kursziele, die für die in dieser Studie analysierten Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, jedoch nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen der DZ BANK bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich die DZ BANK in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden.
- b) Die DZ BANK ist ebenfalls berechtigt, während des Analysezeitraums eine andere Studie über das Unternehmen zu veröffentlichen, in der kein Fair Value-Wert / Kursziel angegeben wird, sondern Bewertungsprobleme erörtert werden. Die angegebenen Fair Value-Werte / Kursziele sollten im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten Studien und Entwicklungen, welche sich auf das Unternehmen sowie die Branche und Finanzmärkte, in denen das Unternehmen tätig ist, beziehen, betrachtet werden.
- c) Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung des Research Reports. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Emittentin informieren.
- d) Indem Sie dieses Dokument nutzen oder sich gleich in welcher Weise darauf verlassen, akzeptieren Sie die vorstehenden Beschränkungen als für Sie verbindlich. Zusätzliche Informationen über den Inhalt dieser Studie erhalten Sie auf Anfrage.
- e) Sollte sich eine Bestimmung dieses Disclaimers unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar herausstellen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Disclaimers; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.



RATING-HISTORIE

Empfehlung	Datum	Kurs
Kaufen	16.4.2012	24,39 EUR

1)2)3)4)5)6) Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.