

MEDIA & ENTERTAINMENT

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Studio Babelsberg⁶⁾

Reuters: BG1D.DE

Bloomberg: BG1

Jahr *	Umsatz		HGB-Ergebnis je Aktie		Cashflow je Aktie		KGV	KCF	Dividende je Aktie
	Mio. EUR	(Mio. EUR)	EUR	(EUR)	EUR	(EUR)			
2009	75,6	(75,6)	-0,12	(-0,12)	-0,03	(-0,03)	-	-	0,00
2010	57,5	(104,0)	0,01	(0,14)	0,11	(0,24)	172,6	13,3	0,00
2011e	60,0	(92,0)	0,07	(0,16)	0,16	(0,25)	20,5	8,8	0,00
2012e	63,0	(-)	0,07	(-)	0,16	(-)	19,7	8,7	0,00

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

Zurück in den schwarzen Zahlen

- » In 2010 ist der Umsatz um 23,95% auf 57,5 Mio. Euro gesunken, aber die Gesamtleistung ist um 25,8% auf 55,7 Mio. Euro gestiegen. Dementsprechend hat sich die Auslastung der Studios und der Drehbegleitenden Serviceeinheiten deutlich verbessert. In 2010 wurden fünf große internationale Filmproduktionen mit einem geschätzten Gesamtbudget von über 150 Mio. US-Dollar ganz oder teilweise mit Unterstützung der Studio Babelsberg AG realisiert. Insgesamt wurden die in 2010 am Standort Babelsberg realisierten Projekte mit mehr als 20,0 Mio. Euro aus den Mitteln des Deutschen Filmförderfonds gefördert.
- » Aufgrund der gestiegenen Kapazitätsauslastung in den Bereichen Studiovermietung und Dekorationsbau verbesserte sich die Ertragsituation deutlich. Das EBIT stieg von -2,1 Mio. Euro auf +0,4 Mio. Euro. Nach Berücksichtigung des Finanzergebnisses, das vor allem aufgrund von Abschreibungen auf Ausleihungen (0,46 Mio. Euro) und Abwertungen einer Beteiligung (0,264 Mio. Euro) mit 0,147 Mio. Euro negativ ausgefallen ist, sowie nach Abzug der Steuern (0,286 Mio. Euro) ergab sich ein Konzernüberschuss in Höhe von 0,23 Mio. Euro. Mit einer Konzerneigenkapitalquote von 86,6% und freien liquiden Mittel in Höhe von 2,6 Mio. Euro verfügt das Studio Babelsberg über eine solide Bilanzstruktur.

Die Umsatz- und Ertragsentwicklung von Studio Babelsberg ist stark von der Realisierung einzelner Filmprojekte abhängig. Aufgrund des Projektcharakters der Aktivitäten kann es zu starken Schwankungen in der Auslastung der Studio- und Dienstleistungskapazitäten und damit der Ertragsentwicklung kommen. Für 2012 ist das Management vorsichtig optimistisch. Auf Basis der vorhandenen Projekte könnte nach unserer Ansicht der wertschöpfungsrelevante Umsatz und der Ertrag weiter gesteigert werden. Aufgrund der geringen Visibilität behalten wir unser Anlageurteil Halten bei.

Ausgewählte Unternehmen	Kurs am 7.7.2011	KGV		EV / EBITDA		EV / Umsatz 11e	Anl.-urteil
		11e	12e	11e	12e		
Studio Babelsberg	1,36 EUR	20,5	19,7	3,0	2,6	0,14	→
Pinewood Shepperton	2,03 GBP	22,2	20,8	10,4	9,9	3,18	-
Lions Gate Entert Corp	6,79 USD	75,4	17,6	11,8	8,5	0,78	-
Village Roadshow Ltd	3,18 AUD	9,8	9,7	3,3	6,3	0,90	-
Regal Entertainment Group	11,85 USD	21,4	16,5	6,8	6,0	1,19	-
Median bez. auf alle Vergleichswerte		21,7	17,1	11,1	9,2	2,19	-

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

AKTIEN

Flash
8.7.2011

Halten (zuvor Halten)

Schlusskurs am 7.7.2011

(in EUR): 1,36

Fair Value: 1,78 (zuvor 2,58)

Risikoklasse: 5

Finanzkennzahlen 2011e:

Buchwert je Aktie (in EUR):	2,15
EK-Quote (in %):	86,6
Nettorendite (in %):	1,8
ROE nach Steuern (in %):	3,1
Dividendenrendite (in %):	0,0
Freier Cashflow (in Mio. EUR):	0,5
Net Debt (in Mio. EUR):	-13,3

Anzahl Aktien

(Mio. Stück): 15,9

Marktkapitalisierung

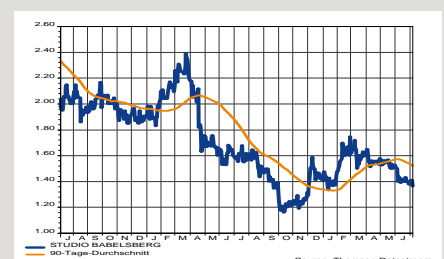
(in Mio. EUR): 21,70

Free Float (in %): 24,5

WKN: A0D9UR

ISIN: DE000A0D9UR4

Datastream: D:BG1



Ersteller: Harald Heider, Analyst

DZ BANK
Zusammen geht mehr.

ZURÜCK IN DEN SCHWARZEN ZAHLEN

Umsatz- und Ertragsentwicklung

In 2010 ist der Konzernumsatz zwar um 23,95% auf 57,5 Mio. Euro gesunken, aber die Gesamtleistung konnte um 25,8% auf 55,7 Mio. Euro gesteigert werden. Dementsprechend hat sich die Auslastung des Studiobetriebes und der Servicegesellschaften im Bereich der Drehbegleitenden Produktionsdienstleistungen deutlich verbessert. Der wertschöpfungsrelevante Umsatz, der von Konzernunternehmen in 2010 erbracht wurde und die operative Entwicklung besser als der Umsatz widerspiegelt, ist um 59,6% auf 30,8 Mio. Euro signifikant angestiegen. Auf der Ebene der Studio Babelsberg AG stieg der Umsatz um 22,6% auf 6,48 Mio. Euro. Der Anstieg der Umsatzerlöse des Studio- und Atelierbetriebes um 1,27 Mio. Euro oder 54,4% auf 3,6 Mio. Euro ist in erster Linie auf Einnahmen aus der Ateliervermietung für die Projekte „Anonymous“ und „Die drei Musketiere“ zurückzuführen. .

Der wertschöpfungsrelevante Umsatz stieg 2010 um 59,6% auf 30,8 Mio. Euro

In 2010 wurden fünf große internationale Filmproduktionen mit einem geschätzten Gesamtbudget von über 150 Mio. US-Dollar ganz oder teilweise mit Unterstützung und Wertschöpfungsbeiträgen von Konzerngesellschaften der Studio Babelsberg AG realisiert. Insgesamt wurden die in 2010 am Standort Babelsberg ganz oder teilweise produzierten Filmprojekte mit mehr als 20,0 Mio. Euro aus den Mitteln des Deutschen Filmförderfonds gefördert.

2010 wurden zahlreiche Großprojekte realisiert

Zu den wichtigsten Projekten, die im Geschäftsjahr realisiert wurden, gehören unter die beiden folgenden Filme aus der Produktionsslate des Produzenten Joel Silver unter dem Firmenlabel Dark Castle:

- „Unknow Identity“ mit Liam Nesson in der Hauptrolle und einem geschätzten Produktionsbudget von rund 30 Mio. US-Dollar. Der Film erhielt 4,3 Mio. Euro Fördermittel aus dem Topf des DFFF. Der Film hat in den USA auf der Kinostufe ein beachtliches Einspielergebnis in Höhe von 61,1 Mio. US-Dollar erreicht.
- „The Apparation“ mit einem geschätzten Budget von 17,0 Mio. Euro. Davon wurden rund 0,9 Mio. Euro aus den Mittel des DFFF finanziert.

Beide Projekte wurden von der Produktionsgesellschaft Dark Castle in Koproduktion mit Studio Babelsberg, als dem ausführenden Produzenten hergestellt. Die beiden Film wurden, nicht zuletzt aufgrund der Finanzierungsbeteiligung der Babelsberg Motion Pictures International GmbH an der Produktionsslate der Dark Castle, am Standort in Babelsberg produziert.

Im Rahmen der Dark Castle Filmslate sollen insgesamt fünfzehn Filme auf der Basis einer revolvierenden Prodiuktionsfinanzierung hergestellt werden Im Konzern sind innerhalb der Finanzanlagen ein Darlehen in Höhe von 7,7 Mio. Euro an die Silver Slate LLC ausgewiesen, das aus den Auswertungserlösen eines insgesamt fünfzehn Filme umfassenden Filmpaketes zurückgeführt werden soll. Bisher befinden sich sechs Film aus dieser Slate in der Auswertung, von denen bisher nur der Film „Unkown Identity“ Auswertungserlöse erzielt hat, die erheblich über den, während der Produktionsphase gezahlten Minimumgarantien liegen werden.

Weitere große Filmprojekte im Geschäftsjahr 2010 waren:

- „Anonymous“ von Produzent und Regisseur Roland Emmerich. Für diesen Film erhielt das Studio Babelsberg als ausführender Produzent DFFF-Fördergelder in Höhe von 4,4 Mio. Euro.
- „Who is Hanna?“ mit Cate Blanchett und Eric Bana. Der Film der Produktionsgesellschaft Focus Features hatte ein geschätztes Produktionsbudget von rund 30 Mio. US-Dollar und wurde für den German spend mit rund 3,7 Mio. Euro von dem DFFF gefördert. Studio Babelsberg fungierte hier ebenfalls als ausführender Produzent.
- „Die drei Musketiere“ von Constantin Film in 3D-Technik und einen geschätzten Budget von über 60 Mio. US-Dollar. Dieser Film wurde von dem DFFF mit 7,6 Mio. Euro gefördert und wird im Herbst 2011 in die Kinos kommen. Aufgrund der hohen Ausstattungsintensität dürfte der wertschöpfungsrelevante Umsatzbeitrag dieses Projektes relativ hoch ausgefallen sein.

Neben diesen großen Filmprojekten wurde eine Anzahl von kleineren Filmprojekten ebenfalls in Studio Babelsberg realisiert. Dazu zählt auch der Film „Chicken with Plums“, der von dem Produktionsunternehmen TheManipulators GmbH produziert wurde. Diese Unternehmen ist ein im Februar 2010 gegründetes Gemeinschaftsunternehmen, an dem Studio Babelsberg mit 37,4% beteiligt ist.

Darüber hinaus haben Studio Babelsberg oder Konzerntochtergesellschaften auch Produktionsdienstleistungen für eine Reihe deutscher Filme erbracht. Dies waren „Yoko“ von Blue Eyes Fiction, „In Darkness“ von SchmitzKatze Filmkollektiv, „Wunderkinder“ von CCC Filmkunst; „Niemandland“ von UFA Cinema und „Deckname Annett“ von Ziegler Film.

Angesichts der höheren Auslastung sind auch die Aufwendungen für Material um 10,4% auf 33,9 Mio. Euro und die Personalaufwendungen um 67,2% auf 15,5 Mio. Euro gestiegen. Dagegen sind die Abschreibungen um 6,4% auf 1,47 Mio. Euro und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 18,1% auf 4,75 Mio. Euro gesunken. Die sonstigen betrieblichen Erträge sind mit 1,59 Mio. Euro nahezu konstant geblieben.

Vor diesem Hintergrund ist das EBIT von minus 2,1 Mio. Euro auf plus 0,4 Mio. Euro gestiegen. Nach Berücksichtigung des Finanzergebnisses (minus 0,147 Mio. Euro), das vor allem aufgrund von Abschreibungen auf Ausleihungen (0,46 Mio. Euro) und Abwertungen einer Beteiligung (0,264 Mio. Euro) negativ ausgefallen ist, sowie nach Abzug der Steuern (0,286 Mio. Euro) ergab sich ein Konzernüberschuss in Höhe von 0,23 Mio. Euro.

Der Anstieg des wertschöpfungsrelevanten Umsatzes hat sich positiv im Ertrag niedergeschlagen

Bilanzielle Situation

Die bilanzielle Situation auf Konzernebene zum 31. Dezember 2010 erscheint solide. Die Eigenkapitalquote auf Konzernebene beträgt 86,6% und in der Studio Babelsberg AG rund 93,8%. Der Konzern verfügt über Liquide Mittel in Höhe von 5,135 Mio. Euro. Davon entfallen nach Aussagen des Managements allerdings rund 50% auf Anzahlungen für Filmproduktionen. Auf AG-Ebene betrug der Kassenbestand zum 31. Dezember 2010 rund 655.000 Euro. Wie schon erwähnt hat Studio Babelsberg im Rahmen der Akquisition von Filmprojekten ein Darlehen in Höhe von rund 7,7 Mio. Euro die Firma des Produzenten Joel Silver ausgereicht,

Studio Babelsberg benötigt weiterhin kein Fremdkapital

dass in Abhängigkeit von den Auswertungserlösen der Slate von fünfzehn Filmen zur Rückzahlung fällig wird. Aufgrund der Unsicherheit über die zukünftige Cash-Flow-Entwicklung aus diesen Filmprojekten hat Studio Babelsberg darauf verzichtet, die für 2010 pro rata temporis anfallenden, aber erst endfällig von Dark Castle auf das Darlehen zu zahlenden Zinsen, ertragswirksam zu aktivieren. Das Unternehmen verfügt derzeit über rund 0,819 Millionen eigene Aktien.

Ausblick und Perspektiven

Die zukünftige Umsatz- und Ertragsentwicklung des Studio Babelsberg Konzerns ist davon abhängig, dass es dem Management gelingt genügend Produzenten zu überzeugen, den Standort Studio Babelsberg für die Produktion von großen Filmprojekten zu nutzen. Dabei steht das Studio Babelsberg in Konkurrenz zu einer Reihe von internationalen Produktionsstandorten. Wesentliche Entscheidungskriterien für die Standortwahl sind neben der Verfügbarkeit von geeigneten Schauplatz-Motiven, Kulissen (Originalschauplätze, Studios) und infrastrukturellen Voraussetzungen, insbesondere die relativen Produktionskosten, die staatlichen Fördermöglichkeiten aber auch die lokale Verfügbarkeit von Spezialisten in den Bereichen Filmaufnahme, Ausstattung und Kulissenbau. Studio Babelsberg hat sich insbesondere einen guten Ruf im Bereich der Produktion von technisch anspruchsvollen Filmprojekten (3D, Bluescreen) erworben. Vor allem das Know-how im Bereich der Produktion von Projekten in 3D-Technologie könnte sich als Wettbewerbsvorteil erweisen.

Im Geschäftsjahr 2011 konnten bisher einige Projekte auf dem Studio Babelsberg Gelände realisiert werden. Im Rahmen einer Auftragsproduktion für den US Major Paramount Pictures konnte Studio Babelsberg als ausführender Produzent und Koproduzent den Film „Hansel & Gretel: Witch Hunters“ in 3D-Technologie im Zeitraum von Januar bis Juni 2011 produzieren. Der Film hat ein geschätztes Produktionsbudget (gem. IMDB) von rund 60 Mio. US-Dollar und wurde von der DFFF mit 6,7 Mio. Euro gefördert.

In 2011 konnte schon ein größeres Projekt realisiert werden

Weitere Produktionsdienstleistungen (Studiovermietung, Kulissenbau und/oder Ausstattungen) konnten für die Projekte „Rubbeldiekatze“ von BojeBuck Film, Berlin „Mitte/Zettl“ von Diana Film, „Unsere Mütter/Unsere Väter“ von teamWorx und „Am Ende die Hoffnung“ von Aspekte Telefilm zugeliefert werden.

In der Realisierung befindet sich aktuell der Film „Anleitung zum Unglücklichsein“ von Desert Flower Filmproduktion. Darüber hinaus befindet sich das Großprojekt „Cloud Atlas“ der beiden Starproduzenten Andy und Lana Wachowski in Drehvorbereitung. Das Projekt unter der Regie von Tom Tykwer mit den Hauptdarstellern Tom Hanks, Halle Berry und Susan Sarandon hat ein geschätztes Produktionsbudget von rund 140 Mio. US-Dollar und soll einen Drehbeginn im September 2011 haben. Die Chancen stehen gut, dass dieses Projekt in Studio Babelsberg produziert wird. Darüber hinaus berichtet das Management von einer guten Vermietsituation für die Berliner Straße.

Auf Basis der aktuellen Auslastungssituation des Studio Babelsberg schätzten wir, dass im Geschäftsjahr eine Gesamtleistung in Höhe von rund 60,0 Mio. Euro. Den wertschöpfungsrelevanten Umsatz veranschlagen wir auf rund 32,0 Mio. Euro. Dies entspricht einer leichten Steigerung um rund 3,9% gegenüber dem wertschöpfungsrelevanten Umsatz aus 2010. Gleichzeitig rechnen wir nur mit einer unterdurchschnittlichen Steigerung der operativen Kosten, so dass sich das geschätzte operative Ergebnis für 2011 gegenüber 2010 um rund 100,0% auf 1,4

Für 2011 rechnen wir mit einer Ertragsverbesserung

Mio. Euro verbessern könnte. Nach Abzug der Finanzergebnisse und der Steuern ergäbe sich ein geschätztes Nettoergebnis in Höhe von rund 1,1 Mio. Euro. Dies läge deutlich über dem Nettoergebnis aus dem Geschäftsjahr 2010, aber auch deutlich unter den Ergebnissen aus den Jahren 2007 und 2008.

Über das Geschäftsjahr 2011 hinaus ist die Umsatz- und Ertragsentwicklung von der Akquisition weiterer Projekte abhängig. Derzeit befindet sich das Management in Verhandlungen mit zwei weiteren europäischen Produktionen sowie zwei großen internationalen Großprojekten. Ob diese Verhandlungen zum Erfolg führen und in 2012 zur Auslastung der Studiokapazitäten beitragen können ist aus heutiger Sicht nicht zu beantworten. Es ist jedoch anzunehmen, dass im Geschäftsjahr 2012 zumindest ein weiterer Film aus der Dark Castle Produktionsliste am Standort Studio Babelsberg produziert werden könnte.

Es lässt sich allgemein feststellen, dass die Anzahl der europäischen Filmproduktionen in den letzten Jahren angestiegen ist und zwar von 818 Projekten in 2006 auf über 880 Projekte in 2009. Zudem steigt die Anzahl der Produktionsunternehmen in Deutschland, die in der Lage sind die Finanzierung für große internationale Projekte auf die Beinen zu stellen und zu produzieren. Beispiele sind Constantin Film und Tandem Communications. Damit steigt die Wahrscheinlichkeit Studio Babelsberg, eine Fortsetzung der DFFF-Förderung vorausgesetzt, auch in Zukunft Projekte nach Babelsberg locken kann. Die Umsatz- und Ertragsentwicklung ist dann davon abhängig wie hoch der wertschöpfungsrelevante Umsatzanteil sein wird. Im Jahr 2007 konnte mit einem wertschöpfungsrelevanten Umsatz von 32,0 Mio. Euro ein Nettoergebnis in Höhe von 6,0 Mio. Euro erwirtschaftet werden. In 2008 lag das Nettoergebnis bei 3,0 Mio. Euro, auf der Grundlage eines wertschöpfungsrelevanten Umsatzes in Höhe von 35,0 Mio. Euro.

Bewertung

Wir unterstellen, dass Studio Babelsberg in den nächsten Jahren in der Lage sein wird, einen Umsatz in der Spanne zwischen 60 Mio. Euro und 70,0 Mio. Euro zu erzielen und dabei einen wertschöpfungsrelevanten Umsatz zwischen 30,0 und 40,0 Mio. Euro erwirtschaften kann. Auf dieser Basis prognostizieren wir ein Nettoergebnis, das sich in den nächsten Jahren in der Spanne zwischen 1,1 Mio. Euro und 1,9 Mio. Euro bewegen könnte. Basierend auf unserer angepassten Umsatz- und Ertragsplanung errechnet sich ein DCF-basierter Fair-value von 1,78 Euro, nach 2,58 Euro bisher. Der Rückgang resultiert einerseits aus einer Reduktion der zukünftig erwarteten Erträge und andererseits aus einer Erhöhung des Risikoabschlages infolge des ausgeprägten und nur schwer langfristig planbaren Projektcharakters des Business-Modells. Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unser Anlageurteil halten.

Die Anzahl der potentiellen Filmprojekte steigt tendenziell

Umsatz- und Ertragsentwicklung aufgrund des Projektcharakters mittelfristig nur schwer planbar

AUF EINEN BLICK

Unternehmensbeschreibung

Studio Babelsberg betreibt eines der größten europäischen Großatelier-Filmstudios. Die Erlöse speisen sich aus der Vermietung der Studiokapazitäten und dem Angebot komplementärer drehbegleitender Produktionsdienstleistungen. Das Business-Modell ist aufgrund des projektgetriebenen Charakters mit stark schwankenden Kapazitätsauslastungen behaftet.

Begründung des Anlageurteils

Das Studio Babelsberg ist eines der größten Filmproduktionsstudios außerhalb der USA. Neben einer attraktiven Filmförderung am Standort Deutschland bietet das Studio Babelsberg umfangreiche Studiokapazitäten sowie Dreh begleitende Dienstleistungen für die Produktion von internationalen Kinofilmen. Die fehlende Visibilität im Bereich der Finanzierung von Filmproduktionen macht das Business-Modell jedoch unsicher und von Einzelnen Großprojekten abhängig.

Kursrelevante aktuelle Themen

- » Entwicklung der Filmförderung in Deutschland und den konkurrierenden Studiostandorten in Europa
- » Auswirkungen aus der Entwicklung des globalen Filmproduktionsmarktes
- » Die Einführung neuer Technologien, wie beispielsweise HDTV und 3D erfordert spezielles Produktions-Know-How
- » Die Entwicklung der Koproduktionstätigkeit
- » Die Möglichkeiten der Filmfinanzierung

Chancen und Risiken

Chancen	Risiken
Steigende Anzahl europäischer Großprojekte	Möglicherweise steigende Förderung an anderen Standorten
Produktions-Know-How im Bereich der 3D-Filme macht den Standort attraktiv	Dollarschwäche verteuert Produktionen im Euro-Raum für amerikanische Produktionen
Stille Reserven im Anlagevermögen	Projektcharakter erschwert eine Umsatz- und Ertragsplanung

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Mio. Euro	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse	75,6	57,5	60,0	63,0	65,0	67,0
Bestandsveränd./Eigenleistungen	-31,3	-1,8	-0,7	-0,5	0,0	0,0
Gesamtleistung	44,3	55,7	59,3	62,5	65,0	67,0
% ggü. Vorjahr	-53%	26%	6%	5%	4%	3%
Materialkosten	-30,8	-33,9	-36,1	-38,2	-39,7	-41,0
Personalkosten	-9,9	-16,5	-16,8	-17,3	-17,6	-18,1
Sonstige betr. Aufw./Ertr.	-4,2	-3,2	-3,6	-4,3	-4,1	-4,2
EBITDA	-0,6	2,1	2,8	2,8	3,6	3,7
Abschreibungen/Amortisation	-1,6	-1,5	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4
Goodwill-Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Betriebsergebnis (EBIT)	-2,1	0,7	1,4	1,4	2,2	2,3
% ggü. Vorjahr	-194%		107%	4%	54%	5%
Zinssaldo	0,5	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1
Sonstiges Finanzergebnis	-0,3	-0,7	0,1	0,1	0,1	0,1
Erg. der gewöhnl. Geschäftstätigkeit	-1,9	0,5	1,5	1,5	2,3	2,4
% ggü. Vorjahr	-161%		187%	4%	51%	5%
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	-1,9	0,5	1,5	1,5	2,3	2,4
% ggü. Vorjahr	-161%		187%	4%	51%	5%
Ertragsteuern	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,7	-0,7
Steuerquote	-21%	56%	28%	28%	28%	28%
Ergebnis nach Steuern	-2,4	0,2	1,1	1,1	1,7	1,8
% ggü. Vorjahr	-180%		367%	4%	51%	5%
Gewinn-/Verlustanteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Anteilen Dritter	-2,4	0,2	1,1	1,1	1,7	1,8
Berein. Ergebnis nach Anteilen Dritter	-2,0	0,1	1,1	1,1	1,7	1,8
Dschn. Anzahl Aktien, voll verwäss. (Mio. Stck.)	15,911	15,911	15,911	15,911	15,911	15,911
Ergebnis je Aktie, voll verwässert	-0,12	0,01	0,07	0,07	0,10	0,11
Ergebnis je Aktie vor Goodwill-Abschr.	-0,12	0,01	0,07	0,07	0,10	0,11

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: Studio Babelsberg und DZ BANK Schätzung

KENNZAHLEN

Euro	2009	2010	2011e	2012e	2013e
GuV-Kennzahlen					
Gesamtleistung (in Mio.)	44,3	55,7	59,3	62,5	65,0
EBITDA-Rendite	-1,3%	3,8%	4,7%	4,5%	5,5%
EBIT-Rendite	-4,8%	1,2%	2,3%	2,3%	3,4%
Nettorendite	-4,4%	0,2%	1,8%	1,8%	2,6%
Investitionsquote	1,1%	0,5%	1,3%	1,6%	1,8%
Sonst. betr. Aufw. u. Ertr. / Gesamtl.	9,5%	5,7%	6,1%	6,8%	6,3%
Finanzergebnis / Gesamtl.	0,5%	-0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Dschn. Umsatzwachstum nächste 5 J.	8,6%	4,7%			
Dschn. Ergebniswachstum nächste 5 J.		73,1%			

Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen

Eigenkapitalrendite (ROE)	-6,0%	0,4%	3,1%	3,1%	4,5%
Betriebskapitalrendite (ROCE)	-11,3%	3,2%	6,5%	6,7%	10,1%

Produktivitätskennzahlen

Umsatz je Mitarbeiter (in Tsd.)	520,76	633,09	658,89	694,44	714,29
EBIT je Mitarbeiter (in Tsd.)	-25,24	7,53	15,27	15,85	24,17

Bilanzkennzahlen

Eigenkapitalquote	77,1%	86,7%	86,6%	86,4%	86,3%
Anlagendeckungsgrad	121,8%	113,6%	120,0%	126,0%	132,8%
Liquidität (Quick Ratio)	200,3%	166,8%	185,7%	211,4%	240,6%
Forderungen / Gesamtl.	1,6%	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%
Investitionen / Abschreibungen	32,5%	18,7%	53,8%	70,7%	87,3%
Working Capital-Quote	-1,1%	-2,9%	-1,6%	-1,1%	-1,0%

Kennziffern je Aktie

Ergebnis je Aktie nach Goodwill-Abschr.	-0,12	0,01	0,07	0,07	0,10
Ergebnis je Aktie vor Goodwill-Abschr.	-0,12	0,01	0,07	0,07	0,10
Cash Earnings je Aktie, verwässert	-0,03	0,11	0,16	0,16	0,19
Dividende je StA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash je Aktie, verwässert	0,52	0,32	0,36	0,42	0,51
Net Debt je Aktie, verwässert	-0,55	-0,81	-0,84	-0,90	-0,99

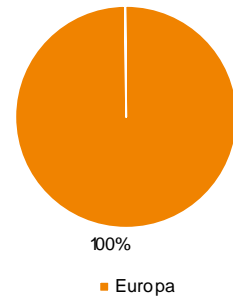
Bewertungskennzahlen

Enterprise Value / Umsatz	0,5	0,2	0,1	0,1	0,1
Enterprise Value / EBITDA		4,6	3,0	2,6	1,6
Enterprise Value / EBIT		14,7	6,1	5,2	2,7
EV/Umsatz zu Umsatzwachstum	-0,07	0,02	0,03	0,03	0,02
PEG-Ratio StA			0,28		

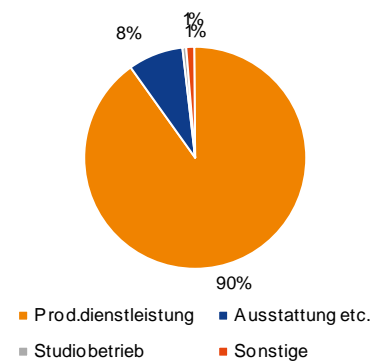
Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: Studio Babelsberg, DZ BANK Schätzung

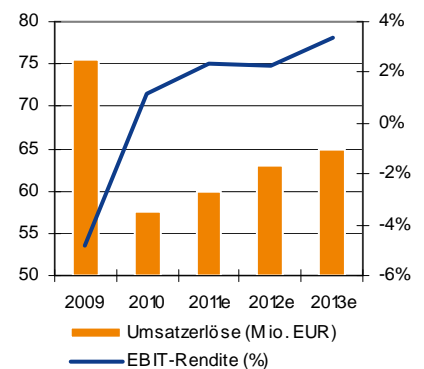
UMSATZ NACH REGIONEN 2009



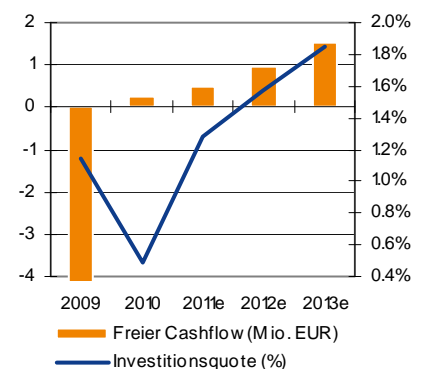
UMSATZ NACH GESCHÄFTSFELDERN 2009



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.

DISCOUNTED CASHFLOW-BEWERTUNG

Kapitalkosten

Gewichtete Kapitalkosten (WACC) 12,18%

Mio. Euro	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
EBIT	1,4	1,4	2,2	2,3	2,4
Zinsaufwand Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Adjustiertes EBIT	1,4	1,4	2,2	2,3	2,4
Angepasste Ertragsteuern des Unternehmens	-0,4	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7
Net Operating Profit After Tax (NOPAT)	1,0	1,0	1,6	1,7	1,7
Abschreibungen SAV/Immat. Vermögensgegenst.	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Invest./Desinvest. SAV/Immat. Vermögensgegenst.	-0,8	-1,0	-1,2	-1,3	-1,4
Veränd. Rückstellungen/Sonderposten	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1
Veränd. Working Capital	-0,7	-0,3	0,0	-0,2	-0,1
Veränd. Sonstiges Umlaufvermögen	-0,5	-0,4	-0,5	-0,3	-0,2
Freier Cashflow	0,4	0,9	1,3	1,2	1,5
Barwerte der Freien Cashflows zum Bewertungsstichtag	0,4	0,8	1,0	0,9	0,9
Summe der Barwerte der Freien Cashflows	12,8				
Wert des nicht-betriebsnotw. Vermögens	2,5				
Liquide Mittel/Wertpapiere/Verzinsl. Finanzanlagen	12,8				
Unternehmenswert	28,2				
Finanzschulden/Pensionsrückstellungen	0,0				
Wert des Eigenkapitals (incl. Anteile Dritter)	28,2				
Wert der Anteile Dritter	0,0				
Wert des Eigenkapitals (ohne Anteile Dritter)	28,2				
Wert des EK je Aktie, verwässert (EUR)	1,78				

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: Studio Babelsberg und DZ BANK
Schätzung

RESEARCH-TEAM MEDIEN

Christoph Bast		+49 – (0)69 – 74 47 – 36 33	christoph.bast@dzbank.de
Harald Heider		+49 – (0)69 – 74 47 – 60 93	harald.heider@dzbank.de
Thomas Maul		+49 – (0)69 – 74 47 – 16 04	thomas.maul@dzbank.de

SALES INSTITUTIONELLE

Deutschland, Benelux, Skandinavien, Schweiz, Österreich, UK	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, Skandinavien	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	Jonathan Cox Lars Wohlers	+44 - 20 - 7776 – 6075 +49 – (0)69 – 74 47 – 68 34	jonathan.cox@dzbank.de lars.wohlers@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, Thomas Ullrich, Frank Westhoff
 Verantwortlich: Stefan Bielmeier, Leiter Research und Volkswirtschaft
 Verantwortlich: Dr. Lothar Weniger, Leiter Aktienresearch
 © DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main 2011
 Nachdruck und Vervielfältigung nur mit Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

ZEITLICHE BEDINGUNGEN VORGEGEHENER 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, Lurgiallee 12, 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 geocvert 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.

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 geocvert 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 Prospektpflicht 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 berechnete 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 1 d) 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
Halten	22.4.2010	1,84 EUR
Kaufen	16.7.2009	2,05 EUR

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