

KONSUMGÜTER

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

CeWe Color

Reuters: CWCX.DE

Bloomberg: CWC GY

Jahr *	Umsatz		Bereinigtes IFRS-Ergebnis je Aktie		Cashflow je Aktie		KGV	KCF	Dividende je Aktie
	Mio. EUR	(Mio. EUR)	EUR	(EUR)	EUR	(EUR)			
2011	469,0	(469,0)	2,83	(2,83)	7,84	(7,84)	11,1	4,0	1,40
2012e	503,3	(525,0)	2,71	(3,09)	8,14	(8,52)	11,4	3,8	1,40
2013e	521,0	(548,5)	3,26	(3,30)	8,46	(8,50)	9,6	3,7	1,50
2014e	539,0	(573,0)	3,15	(3,53)	8,20	(8,58)	9,9	3,8	1,60

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

Zahlen unterhalb unserer Erwartungen – Kursziel gesenkt auf EUR 38 (EUR 42)

- » **Zahlen 2012 & neue Rechtsform:** CeWe Color veröffentlichte Zahlen für das Geschäftsjahr 2012. Der Umsatz stieg um 7,0% auf EUR 503 Mio. (DZe: 525 Mio.), das Ergebnis (EBIT) hingegen war rückläufig und lag mit EUR 29 Mio. (DZe: 32 Mio.) 4,0% unterhalb des Vorjahres. Zudem gab der Vorstand bekannt, die derzeitige Rechtsform des Unternehmens aus Steuergründen von einer OHG in eine KGaA ändern zu wollen.
- » **Unsere Meinung:** Das wichtige Geschäft mit hochwertigen Fotoprodukten verlief aufgrund eines starken Weihnachtsgeschäfts wie erwartet gut, die Marge konnte bei konstantem Umsatz verbessert werden. Einzelhandel und Online-Druck lagen jedoch beim Ergebnis unterhalb unserer Schätzungen, so dass die Zahlen insgesamt etwas enttäuschten. In den nächsten Jahren dürfte das Segment Online-Druck entscheidend für Umsatz und Ergebnis von CeWe sein, da im Fotofinishing nur wenig Wachstum möglich sein dürfte. Wir rechnen im Online-Druck mit deutlichen Wachstumsraten und halten das ausgegebene Ziel von EUR 100 Mio. in 2016 für realistisch. Die Rentabilität sollte sich bis dahin kontinuierlich verbessern und spätestens ab 2014 positiv sein. Der Wechsel in eine KGaA könnte aufgrund steuerlicher Vorteile das Nettoergebnis von CeWe im laufenden Jahr um rund drei Mio. Euro steigern, in den Folgejahren um etwa eine halbe Mio. Euro jährlich. Wir haben unsere Schätzungen für das Nettoergebnis entsprechend angepasst.
- » **Bewertung:** Das historische KGV der Aktie beträgt 13. Wir halten aufgrund eines wenig dynamischen Gewinnwachstums ein KGV von 12 für gerechtfertigt. Auf Basis unserer angepassten Gewinnsschätzungen beträgt der faire Wert je Aktie 38 Euro.

Die Zahlen für 2012 waren etwas enttäuschend. Künftig dürfte das Stammgeschäft wenig dynamisch sein und allein der Online-Druck Umsatz- und Ergebniswachstum bestimmen. Wir nehmen unsere Gewinnsschätzungen etwas zurück, erwarten jedoch einen positiven Effekt durch den wahrscheinlichen Wechsel der Rechtsform in eine KGaA. Der neue Faire Wert der Aktie beträgt EUR 38 (42), das Anlageurteil bleibt Kaufen.

Ausgewählte Unternehmen	Kurs am 27.2.2013	KGV 13e	KGV 14e	EV / EBITDA 13e	EV / EBITDA 14e	Umsatz 13e	Anl.-urteil
CeWe Color	31,19 EUR	9,6	9,9	3,4	3,3	0,42	↑
Spector Photo Group	0,42 EUR	21,0	10,5	6,0	4,3	0,37	–
Fuji Photo Film	1744,00 JPY	13,0	11,4	2,6	2,1	0,32	–
Shutterfly Inc.	43,12 USD	84,5	52,9	9,2	7,0	1,72	–
Vistaprint N.V.	35,37 USD	18,6	14,9	9,7	7,8	1,17	–
Median bez. auf alle Vergleichswerte		19,8	13,2	7,6	5,7	0,77	–

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

AKTIEN

Flash
28.2.2013

Kaufen (zuvor Kaufen)

Schlusskurs am 27.2.2013

(in EUR): 31,19
Fair Value: 38,00 (zuvor 42,00)

Risikoklasse: 4

Finanzkennzahlen 2013e:

Buchwert je Aktie (in EUR):	21,75
EK-Quote (in %):	45,4
Nettorendite (in %):	4,1
ROE nach Steuern (in %):	15,0
Dividendenrendite (in %):	4,8
Free Cashflow (in Mio. EUR):	19,3
Net Debt (in Mio. EUR):	16,2

Anzahl Aktien

(Mio. Stück): 6,5

Marktkapitalisierung

(in Mio. EUR): 203,92

Free Float (in %): 62,6

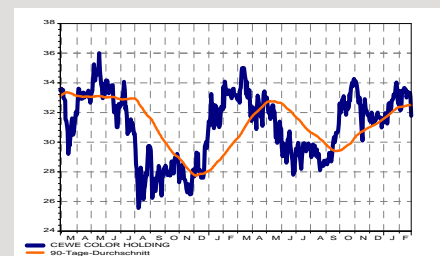
WKN: 540390

ISIN: DE0005403901

Datastream: D:CWCX

Nächster Newsflow:

Geschäftsbericht 2012 27.03.2013



Ersteller: Christian Douglas, Analyst

DZ BANK
Zusammen geht mehr.

AUF EINEN BLICK

Unternehmensbeschreibung

CeWe Color hat sich von einem Fotofachhandelsbetrieb zu dem führenden europäischen Fotodienstleister entwickelt. Zu den Kundengruppen gehören der stationäre Handel (Drogerieketten, Elektrofachmärkte, usw.), Internet- sowie Telekommunikationsunternehmen. Nach Beendigung der Transformation zum digitalen Fotodienstleister investiert das Unternehmen nun zunehmend in den kommerziellen Digitaldruck.

Begründung des Anlageurteils

Die Zahlen für 2012 zeigen: Das Kerngeschäft bleibt sehr profitabel, der Online-Druck wächst, ist jedoch defizitär. Insgesamt lagen sowohl Umsatz mit EUR 503 Mio als auch Ergebnis mit EUR 29 Mio. leicht unterhalb unserer Erwartungen. Der entscheidende Faktor dürfte in den kommenden Jahren die Entwicklung des Online-Drucks sein. Eine geplante Änderung der Gesellschaftsform hin zu einer KGAA dürfte das Ergebnis je Aktie positiv beeinflussen. Auf historischer KGV-Basis bleibt die Aktie günstig bewertet und wir raten zum Kauf.

Kursrelevante aktuelle Themen

- » Entwicklung des kommerziellen Drucks mit Viaprinto und dem neu akquirierten Online-Drucker Saxoprint
- » Wachstumsraten und Verkaufspreise des Umsatztreibers "CeWe Fotobuch"
- » steigende Dividende sollte ein zusätzlichen Anreiz zum Kauf der Aktie geben
- » Als Marktführer ist CeWe Color in der Lage mit breit angelegten Marketingkampagnen sich ein starkes Image aufzubauen

Chancen und Risiken

Chancen	Risiken
Der kommerzielle Druck kann sich schnell etablieren und ab 2013 substantielle Gewinnbeiträge erwirtschaften	Der kommerzielle Druck entwickelt sich unter Erwartungen
Die weitere Expansion und Marktdurchdringung in Europa läuft sehr gut	Der Markt für Fotobücher wächst nicht weiter
Der Markt für Fotobücher wächst in den kommenden Jahren ähnlich dynamisch	Ein großer Wettbewerber betritt den Markt
CeWe Color kann durch Akquisitionen und dem Ausscheiden weiterer Mitbewerber große Marktanteile hinzu gewinnen	Die Nachfrage nach gedruckten Bildern sinkt dramatisch aufgrund digitaler Wiedergabegeräte

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Mio. Euro	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
Umsatzerlöse	469,0	503,3	521,0	539,0	558,0
Bestandsveränd./Eigenleistungen	0,9	1,2	1,2	1,2	1,2
Gesamtleistung	470,0	504,5	522,2	540,2	559,2
% ggü. Vorjahr	5%	7%	4%	3%	4%
Materialkosten	-173,6	-189,2	-195,8	-202,6	-209,7
Personalkosten	-108,5	-118,1	-121,2	-124,3	-128,6
Sonstige betriebliche Erträge	23,1	27,8	28,7	29,7	30,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-147,4	-160,6	-169,5	-178,1	-185,2
Sondererträge/-aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	63,6	64,4	64,5	65,0	66,5
Nachrichtlich: EBITDA bereinigt	63,0	64,4	64,5	65,0	66,5
Abschreibungen	-33,5	-35,5	-34,0	-33,0	-33,0
davon: Goodwillabschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Betriebsergebnis (EBIT)	30,1	28,9	30,5	32,0	33,5
Nachrichtlich: EBIT bereinigt	30,1	28,9	30,5	32,0	33,5
% ggü. Vorjahr	7%	-4%	6%	5%	5%
Finanzergebnis	-1,0	-1,2	-1,3	-1,2	-1,2
Ergebnis vor Steuern	29,2	27,7	29,2	30,8	32,3
Nachrichtlich: EBT bereinigt	29,2	27,7	29,2	30,8	32,3
% ggü. Vorjahr	11%	-5%	5%	5%	5%
Ertragsteuern (fortgeführt)	-10,6	-10,0	-7,9	-10,2	-10,7
Steuerquote	36%	36%	27%	33%	33%
Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)	18,6	17,7	21,3	20,6	21,7
Ergebnis nach Ertragsteuern (nicht fortgeführt)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Ertragsteuern	18,6	17,7	21,3	20,6	21,7
Ergebnisanteile der Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Anteilen Dritter	18,6	17,7	21,3	20,6	21,7
davon: aus fortgeführten Geschäftsbereichen	18,6	17,7	21,3	20,6	21,7
davon: aus nicht fortgeführten Geschäftsber.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewicht. dschn. Anz. Aktien, verwäss. (Mio. Stck.)	6,558	6,538	6,538	6,538	6,538
IFRS-Ergebnis je Aktie, verwässert	2,83	2,71	3,26	3,15	3,31
Bereinigtes Ergebnis je Aktie, verwässert (fortgeführt)	2,83	2,71	3,26	3,15	3,31

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: CeWe Color und DZ BANK Schätzung

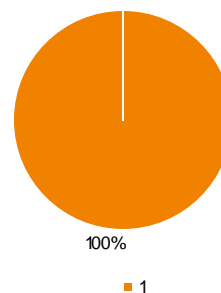
KENNZAHLEN

Euro	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
GuV-Kennzahlen					
Gesamtleistung (in Mio.)	470,0	504,5	522,2	540,2	559,2
EBITDA-Rendite	13,4%	12,8%	12,4%	12,0%	11,9%
EBIT-Rendite	6,4%	5,7%	5,8%	5,9%	6,0%
Nettorendite	4,0%	3,5%	4,1%	3,8%	3,9%
Investitionsquote	6,4%	10,8%	6,4%	6,4%	6,4%
F&E-Quote					
Sonst. betr. Aufw. u. Ertr. / Gesamtl.	26,4%	26,3%	26,9%	27,5%	27,6%
Finanzergebnis / Gesamtl.	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Zinsdeckungskoeffizient	30,9	23,9	23,6	26,0	28,3
Dschn. Umsatzwachstum nächste 5 J.	4,2%				
Dschn. Ergebniswachstum nächste 5 J.	4,3%				
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen					
Eigenkapitalrendite (ROE)	15,3%	13,6%	15,0%	13,5%	13,2%
Betriebskapitalrendite (ROCE)	24,8%	19,1%	19,7%	20,3%	20,7%
Produktivitätskennzahlen					
Umsatz je Mitarbeiter (in Tsd.)			180,09	186,29	385,69
EBIT je Mitarbeiter (in Tsd.)			10,52	11,03	23,10
Bilanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	41,9%	43,5%	45,4%	46,5%	47,6%
Anlagendeckungsgrad	132,1%	120,0%	130,0%	137,0%	142,6%
Liquidität (Quick Ratio)	91,1%	81,4%	89,7%	95,6%	100,4%
Forderungen / Gesamtl.	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%
Investitionen / Abschreibungen		153,8%	98,8%	104,8%	109,1%
Working Capital-Quote	2,6%	4,5%	5,1%	5,2%	5,2%
Net Debt (in Mio.)	3,9	25,0	16,2	8,4	1,6
Net Debt komplett (in Mio.)	5,1	26,1	17,4	9,5	2,8
Kennziffern je Aktie					
Ergebnis je Aktie, verwässert	2,83	2,71	3,26	3,15	3,31
Cash Earnings je Aktie, verwässert	7,84	8,14	8,46	8,20	8,36
Dividende je StA	1,40	1,40	1,50	1,60	1,70
Cash je Aktie, verwässert		1,58	3,00	4,31	5,45
Net Debt je Aktie, verwässert		3,82	2,48	1,28	0,24
Bewertungskennzahlen					
Enterprise Value / Umsatz	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
Enterprise Value / EBITDA	3,3	3,5	3,4	3,3	3,1
Enterprise Value / EBIT	6,9	7,9	7,2	6,6	6,1
EV/Umsatz zu Umsatzwachstum	0,10	0,11	0,10	0,09	0,09
PEG-Ratio StA	1,06	2,64			

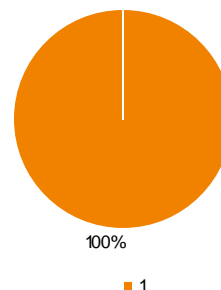
Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: CeWe Color, DZ BANK Schätzung

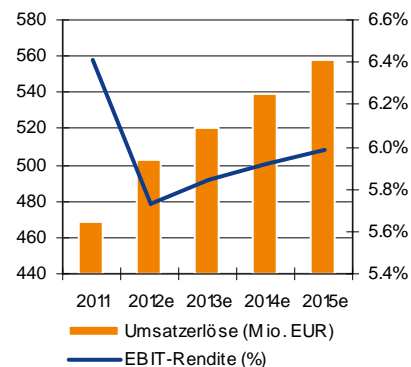
UMSATZ NACH REGIONEN 2011



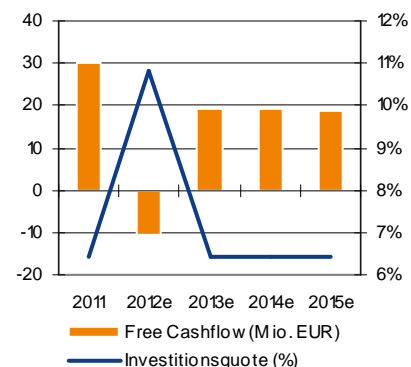
UMSATZ NACH GESCHÄFTSFELDERN 2011



UMSATZ- UND MARGENENTWICKLUNG



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.

RESEARCH-TEAM EINZELHANDEL/KONSUM

Robert Czerwensky	Zyklische Konsumgüter/Logistik	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 01 70	robert.czerwensky@dzbank.de
Christian Douglas	Einzelhandel/Konsum	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 289	christian.douglas@dzbank.de
Thomas Maul	Konsum	+49 – (0)69 – 74 47 – 16 04	thomas.maul@dzbank.de
Dr. Holger Schwesig	Einzelhandel	+49 – (0)69 – 74 47 – 23 84	holger.schwesig@dzbank.de
Herbert Sturm	Konsum	+49 – (0)69 – 74 47 – 29 53	herbert.sturm@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, 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.
 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

