

# FINANZDIENSTLEISTER

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## Wüstenrot & Württemb.<sup>3)6)</sup>

Reuters: WUWGn.F

Bloomberg: WUW GR

Jahr *	Gesamter Umsatz		Jahresüberschuss		IFRS-Ergebnis je Aktie		KGV	Buchwert je Aktie		Divid. je Aktie
	Mrd. EUR	(Mrd. EUR)	Mio. EUR	(Mio. EUR)	EUR	(EUR)		EUR	(EUR)	
2014	6,2	(6,2)	233	(233)	2,51	(2,51)	7,1	37,9	(37,9)	0,50
2015e	6,1	(6,1)	246	(223)	2,62	(2,38)	6,4	41,1	(40,8)	0,50
2016e	6,2	(6,2)	254	(234)	2,71	(2,50)	6,1	40,1	(39,9)	0,50
2017e	6,2	(6,2)	263	(243)	2,81	(2,59)	5,9	43,4	(42,9)	0,75

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

### Gutes Halbjahresergebnis – Gewinnprognose angehoben

- W&W hat für das **1. Halbjahr 2015** einen Konzernüberschuss von 144 Mio. Euro (+10%) berichtet. Das gute Ergebnis war begünstigt durch die Auflösung von Steuerrückstellungen. Die Steuerquote lag bei niedrigen 21%. Der mit Abstand größte Ergebnisbeitrag kam mit 73 Mio. Euro (-8 %) aus der Schaden-/Unfallversicherung. Der Ergebnisrückgang resultiert aus einem etwas ungünstigeren Schadenverlauf als im außergewöhnlich schadenarmen Vorjahr. Die Schadenquote stieg entsprechend auf 71,3% (Vj.: 67,3%). Das Segment BausparBank erzielte ein Ergebnis von 20 Mio. Euro (-34%). In der Personenversicherung lag das Segmentergebnis bei 19 Mio. Euro (-17%). Der Gewinnanstieg auf Konzernebene resultiert aus „sonstigen Segmenten“ (u.a. W&W AG, W&W Asset Management, Tschechische Tochtergesellschaften).
- Ausblick:** W&W hat die Prognose für das Konzernergebnis 2015 bereits Ende Juli von rund 200 Mio. Euro auf 200-240 Mio. Euro angehoben. Dies ist insbesondere dem relativ zum Plan immer noch günstigen Schadenverlauf im Segment Schaden/Unfall und dem erwähnten steuerlichen Sondereffekt zu verdanken. Nach unserer Einschätzung ist auch die angehobene Gewinnprognose noch konservativ.

**W&W hat ein solides Halbjahresergebnis berichtet. Niedrigzinsumfeld und regulatorischer Druck stellen aber weiter erhebliche Herausforderungen insbesondere für die BausparBank und die Lebensversicherung dar. Die W&W-Aktie ist mit einem KGV 2015e von 6,1 und einem Kurs/Buchwert von 0,41 im Vergleich zu anderen Banken und Versicherern niedrig bewertet. Trotzdem das Unternehmen mit einem RoE 2015e von 6,6% nicht die Kapitalkosten verdient erscheint die Bewertung auf dem gegenwärtigen Niveau attraktiv. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.**

Ausgewählte Unternehmen	Kurs am 13.8.2015	KGV		Kurs/Buchwert		ROE n.St.	Anl.-urteil
		15e	16e	15e	16e		
Wüstenrot & Württemb.	16,66 EUR	6,4	6,1	0,41	0,42	6,6%	↑
Allianz	152,55 EUR	10,1	10,3	1,02	0,98	10,7%	↑
Commerzbank	11,22 EUR	12,3	11,0	0,50	0,48	4,2%	↓
Munich Re	169,15 EUR	9,1	10,1	0,91	0,87	10,4%	↑
Aareal Bank	35,04 EUR	6,5	10,6	0,87	0,84	14,8%	↑
<b>Median bez. auf alle Vergleichswerte</b>		<b>9,6</b>	<b>10,5</b>	<b>0,89</b>	<b>0,86</b>	<b>10,6%</b>	-

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

## AKTIEN

Flash  
14.8.2015

**Kaufen** (zuvor Kaufen)

Schlusskurs am 13.8.2015

(in EUR): 16,66

Fair Value: 22,00 (zuvor 22,00)

Finanzkennzahlen 2015e:

Buchwert je Aktie (in EUR): 41,1  
ROE n.St. (in %): 6,6  
Combined Ratio (in %): 93,0  
Dividendenrendite (in %): 3,0

Anzahl Aktien

(Mio. Stück):

Marktkapitalisierung

(in Mrd. EUR):

Free Float (in %): 17,9

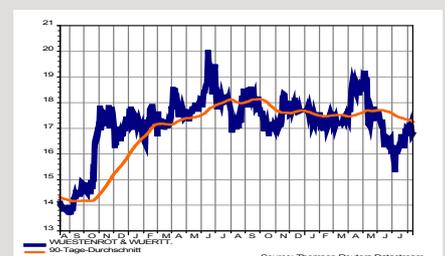
WKN: 805100

ISIN: DE0008051004

Datastream: D:WUWX

Nächster Newsflow:

Ergebnis 3. Quartal 2015 13.11.2015



Ersteller: Thorsten Wenzel, Analyst

**DZ BANK**  
Zusammen geht mehr.

## AUF EINEN BLICK

### Unternehmensbeschreibung

Wüstenrot & Württembergische (W&W) ist ein nahezu ausschließlich in Deutschland agierender Bank- und Versicherungskonzern. Im Bankgeschäft (Wüstenrot) liegt der Schwerpunkt auf dem Bauspargeschäft während im Versicherungsgeschäft (Württembergische) ein breites Produktspektrum angeboten wird. W&W setzt auf einen Multikanalvertrieb. Die größte Bedeutung haben die Ausschließlichkeitsvertriebe.

### Begründung des Anlageurteils

Sowohl im Bauspar- als auch im Versicherungsgeschäft belastet gegenwärtig das Niedrigzinsumfeld die Profitabilität. Mit dem Strategieprogramm W&W 2015 wurden erfolgreich Maßnahmen zur Gegensteuerung umgesetzt. In der Bewertung der W&W-Aktie ist dies gegenwärtig nicht reflektiert.

### Kursrelevante aktuelle Themen

- » Das extreme Niedrigzinsumfeld erfordert eine Anpassung der traditionellen Geschäftsmodelle in der Lebensversicherung und im Bauspargeschäft. Es belastet die Profitabilität im gesamten W&W-Konzern - auch in der Schaden- und Unfallversicherung.
- » Das regulatorische Umfeld für Banken und Versicherer befindet sich seit geraumer Zeit im Umbruch. Hieraus resultieren unter anderem höhere Kapitalanforderungen in noch unklarer Höhe.
- » W&W hat auf das veränderte Umfeld mit dem weitreichenden Umbau- und Kostensenkungsprogramm W&W 2015 reagiert. Die Umsetzung des Programms wird voraussichtlich signifikante Auswirkungen auf die Ergebnisse der nächsten Jahre haben.
- » Mit einem neuen Programm W&W@2020 zielt das Unternehmen weniger auf weitere Kostensenkungen als auf Veränderungen der Produktpalette und Wachstum.

### Chancen und Risiken

Chancen	Risiken
Gradueller Zinsanstieg würde die Profitabilität in allen Segmenten mittelfristig deutlich positiv beeinflussen	Umfeld dauerhaft extrem niedriger Zinsen ist nicht mit aktuellem Geschäftsmodell vereinbar.
Steigende Preise in der deutschen Schaden- und Unfallversicherung	Naturkatastrophen in Deutschland (Überschwemmungen, Hagel)
Ausweitung des Streubesitzes könnte zu höherer Aufmerksamkeit und höherer Bewertung führen	Reputationsschäden könnten die Positionierung als Qualitätsanbieter in Frage stellen
Erfolgreiche Umsetzung von W&W 2015	Hohes Maß an Unsicherheit bzgl. der regulatorischen Kapitalanforderungen

**GUV ZUSAMMENFASSUNG**

<b>Mio. Euro</b>	<b>2014</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Verdiente Beiträge (netto) Schaden/Unfall	1.278	1.304	1.330	1.356
Verdiente Beiträge (netto) Personen	2.411	2.435	2.460	2.484
Verdiente Beiträge (netto) Sonstige Segmente	264	269	274	280
Verdiente Beiträge (netto) Konsolidierung	-13	-14	-14	-14
Verdiente Beiträge (netto) Konzern	3.939	3.994	4.050	4.106
Finanzergebnis Konzern	2.243	2.143	2.106	2.069
Gesamter Umsatz	6.182	6.137	6.155	6.175
Ergebnis vor Steuern Schaden/Unfall	154	185	176	179
Ergebnis vor Steuern Personen	31	57	56	55
Ergebnis vor Steuern Bausparbank	72	79	121	131
Ergebnis vor Steuern Konsolidierung	-71	-120	-122	-125
Ergebnis vor Steuern Konzern	283	346	378	391
Steuern	-41	-90	-114	-117
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>242</b>	<b>256</b>	<b>265</b>	<b>274</b>
Anteile Dritter	-9	-10	-11	-11
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>233</b>	<b>246</b>	<b>254</b>	<b>263</b>

Quelle: W&amp;W, DZ BANK Schätzungen

**KENNZAHLEN**

	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Wachstum</b>				
Wachstum Gesamter Umsatz	3,2%	-0,7%	0,3%	0,3%
Wachstum Jahresüberschuss n. Ant. Dritter	63,0%	5,3%	3,5%	3,4%
<b>Kennziffern je Aktie</b>				
Ergebnis je Aktie	2,51	2,62	2,71	2,81
Dividende je Aktie	0,50	0,50	0,50	0,75
Buchwert je Aktie	37,9	41,1	40,1	43,4
Net Asset Value je Aktie	36,1	38,9	37,9	41,2
<b>Bewertungskennzahlen</b>				
Kurs-Gewinn-Verhältnis	7,1	6,4	6,1	5,9
Dividendenrendite	2,8%	3,0%	3,0%	4,5%
Kurs / Buchwert	0,47	0,41	0,42	0,38
Kurs / Net Asset Value	0,49	0,43	0,44	0,40
<b>Rentabilitätskennzahlen</b>				
Eigenkapitalrendite (ROE) nach Steuern	6,9%	6,6%	6,7%	6,7%
Jahresüberschuss/Gesamter Umsatz	3,8%	4,0%	4,1%	4,3%
Combined Ratio	95,9%	93,0%	94,0%	94,0%
Cost/Income-Ratio				

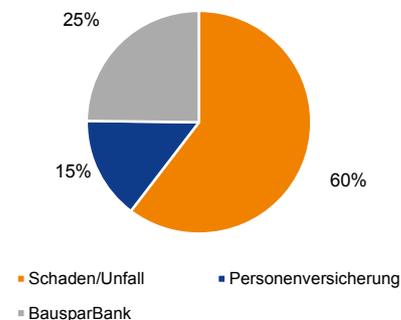
Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: Wüstenrot & Württemb., DZ BANK  
Schätzung

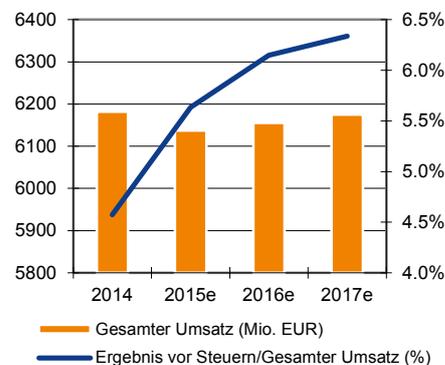
**UMSATZ NACH REGIONEN 2014**



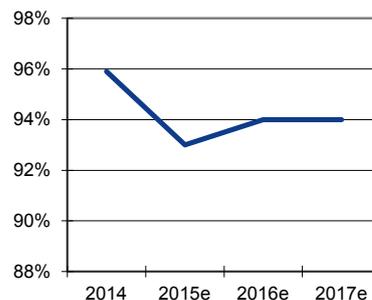
**EBT NACH GESCHÄFTSFELDERN 2014**



**GESAMTER UMSATZ UND OPERATIVES ERGEBNIS ZU GESAMTEM UMSATZ**



**COMBINED RATIO**



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

**RESEARCH-TEAM VERSICHERUNGEN/BANKEN/FINANZDIENSTLEISTER**

Werner Eisenmann, CIAA	Versicherungen/Finanzdienstleister	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 64	werner.eisenmann@dzbank.de
Christian Koch	Banken	+49 – (0)69 – 74 47 – 36 33	christian.koch@dzbank.de
Thorsten Wenzel, CFA	Versicherungen/Finanzdienstleister	+49 – (0)69 – 74 47 – 74 87	thorsten.wenzel@dzbank.de

**SALES INSTITUTIONELLE**

Deutschland, Benelux, Schweiz, Österreich, UK	Kai Böckel	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 28	kai.boeckel@dzbank.de
---	------------	-----------------------------	-----------------------

**Equity Sales**

Deutschland	Kai Böckel	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 28	kai.boeckel@dzbank.de
Benelux	Lars Wohlers	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 34	lars.wohlers@dzbank.de
Schweiz	Petra Bukan	+49 – (0)69 – 74 47 – 49 92	petra.bukan@dzbank.de
Österreich	Thomas Reichelt	+49 – (0)69 – 74 47 – 67 09	thomas.reichelt@dzbank.de
UK	Lars Wohlers	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 34	lars.wohlers@dzbank.de

**Sales Trading**

Sales Trading	Marina Semmler	+49 – (0)69 – 74 47 – 13 81	marina.semmler@dzbank.de
---------------	----------------	-----------------------------	--------------------------

**DERIVATIVES SALES**

Derivatives Sales	Berthold Grünebaum	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 91 95	berthold.gruenebaum@dzbank.de
-------------------	--------------------	-------------------------------	-------------------------------

**ZUGANG ZU DZ RESEARCH (KONTAKT SEBASTIAN.HORN@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, Frankfurt am Main, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main  
 Telefon: 069 7447-01  
 Telefax: 069 7447-1685  
 Homepage: [www.dzbank.de](http://www.dzbank.de)  
 E-Mail: [mail@dzbank.de](mailto:mail@dzbank.de)  
 Vertreten durch den Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorstandsvorsitzender), Lars Hille, Wolfgang Köhler,  
 Dr. Cornelius Riese, Thomas Ullrich, Frank Westhoff, Stefan Zeidler  
 Verantwortlich: Stefan Bielmeier, Leiter Research und Volkswirtschaft  
 Verantwortlich: Dr. Hans Jäckel, Leiter Privatkunden und Aktienresearch  
 Aufsichtsratsvorsitzender: Helmut Gottschalk  
 Sitz: Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651  
 Aufsicht: Die DZ BANK wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.  
 Umsatzsteuer Ident. Nr. DE114103491  
 Die DZ BANK ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen.  
[www.bvr-institutssicherung.de](http://www.bvr-institutssicherung.de)  
[www.bvr.de/SE](http://www.bvr.de/SE)  
 © DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main 2015  
 Nachdruck und Vervielfältigung nur mit Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

**ZEITLICHE BEDINGUNGEN VORGESEHENER AKTUALISIERUNGEN**

**AKTIENANALYSEN**

Die DZ BANK führt eine Liste der Unternehmen, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Masterliste") veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Unternehmens ist in der Regel die Zugehörigkeit zu einem nationalen oder internationalen Index. Zusätzlich werden – insbesondere in Deutschland – ausgewählte Unternehmen aus dem Mid- und Small-Cap-Segment berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der DZ BANK, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Unternehmen auf der Masterliste vorzunehmen.  
 Die Masterliste mit einem aktuellen Kurzkomentar pro Unternehmen wird grundsätzlich wöchentlich erstellt. 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.

**BONDANALYSEN, DAS HEISST ANALYSEN ZU UNTERNEHMEN**

Die DZ BANK führt Listen der Emittenten, die Anleihen begeben und für die Empfehlungen veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten sind primär die Handelbarkeit und Marktliquidität von Anleihen dieses Emittenten sowie Kundenbedarfe und die Strategie der DZ BANK. Hierbei liegt es allein im Ermessen der DZ BANK, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf den Listen vorzunehmen. Feste, für alle Emittenten geltende Zeitpunkte zur Aktualisierung der Analysen gibt es nicht. Für die auf den Listen stehenden Unternehmen erstellt die DZ BANK wenigstens jährlich eine Einschätzung. Außerdem werden bei Bedarf Kommentierungen erstellt. Ob und warum solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK. Darüber hinaus werden für Emittenten auf den Listen 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 den Listen aufgeführten Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

**DERIVATE, ROHSTOFFE UND ASSET ALLOCATION**

Die DZ BANK hat keine festen Zeitpunkte zur Aktualisierung der Analysen von derivativen Finanzinstrumenten und Rohstoffen sowie zur Aktualisierung der Asset Allocation.  
 Kriterium für die Analyse von Rohstoffen sind unter anderem die Handelbarkeit und Marktliquidität. Für derivative Finanzinstrumente sind dies das passende Marktumfeld und die erwartete Entwicklung des Basiswertes. Bei der Asset Allocation stellen die Entwicklung der betrachteten Marktsegmente sowie deren Interaktion Kriterien dar.  
 Es liegt ausschließlich im Ermessen der DZ BANK, neue derivative Finanzinstrumente oder Rohstoffe zu beobachten oder die Beobachtung von derivativen Finanzinstrumenten oder Rohstoffen einzustellen. Ebenfalls im Ermessen der DZ BANK liegt die Einbeziehung oder Herausnahme von Marktsegmenten in der Asset Allocation.  
 Ob und in welchem Umfang die DZ BANK im Rahmen der Analyse von derivativen Finanzinstrumenten und Rohstoffen oder im Rahmen der Asset Allocation Analysen verfasst, liegt allein im Ermessen der DZ BANK.  
 Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne Emittenten und/oder Finanzinstrumente die Beobachtung ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Kursangaben werden Datastream und Bloomberg auf Basis der angegebenen Datastream- bzw. Bloomberg-Kürzel entnommen. Es handelt sich um aktuelle Kurse gemäß Datastream- bzw. Bloomberg-Systematik.

**AUFSICHT**

Die DZ BANK wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.  
 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, Deutschland, [www.bafin.de](http://www.bafin.de)  
 Europäische Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland, [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

**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 ANGEGBENEN 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.research.dzbank.de](http://www.research.dzbank.de)

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

**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 galten, 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 sowie der Europäischen Zentralbank. 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 FCA (*Financial Conduct 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.

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

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.

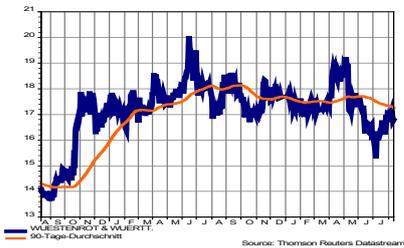
b) Die DZ BANK ist ebenfalls berechtigt, während des Analysezeitraums eine andere Studie über das Unternehmen zu veröffentlichen, in der kein Fair Value-Wert / Kursziel

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**  
Kaufen

**Datum**  
2.9.2013

**Kurs**  
13,71 EUR