

Internet

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

TELES³⁾⁵⁾⁶⁾

Jahr *	Umsatz Mio. EUR	Bereinigtes IFRS- Ergebnis je Aktie EUR	Cashflow je Aktie EUR	KGV	KCF	Dividende je Aktie EUR
2007	19,2	0,38	0,43	6,4	5,7	0,00
2008e	23,1	-0,33	-0,28	–	–	0,00
2009e	26,6	-0,21	-0,17	–	–	0,00
2010e	29,2	-0,11	-0,07	–	–	0,00

* Geschäftsjahresende per 31.12.

Erstes Quartal liefert gemischtes Bild

- TELES ist mit einem **starken Top-Line-Wachstum** sowie einem aus unserer Sicht **schwachen Ergebnis** in das neue Geschäftsjahr gestartet. Der Umsatz konnte um 18% YoY auf **EUR 5,7 Millionen** (DZ BANK Schätzung: EUR 5,3 Millionen) gesteigert werden und repräsentierte folglich den **höchsten Quartalsumsatz seit mehr als zwei Jahren** im TCS-Segment. Das **EBIT** sank hingegen im Vergleich zum Vorjahr von EUR -2,3 Millionen auf **EUR -3,2 Millionen** (DZ BANK Schätzung: EUR -2,3 Millionen). Verantwortlich für diese negative Ergebnisentwicklung sind neben höheren Entwicklungs- und Vertriebskosten vor allem die weiterhin hohen Kosten für die gerichtliche Durchsetzung von VoIP-Patenten in den USA.
- Für das laufende Geschäftsjahr prognostiziert das TELES Management eine nicht näher quantifizierte Umsatzsteigerung sowie weiterhin ein negatives Ergebnis. Ferner wird unverändert der Aufbau eines neuen Geschäftsbereichs namens TELES Customer Premises Equipment (TCPE) geprüft.
- Die **positive Umsatzentwicklung** im TCS-Segment sollte sich gemäß unseren Annahmen in den kommenden Quartalen **fortsetzen**. Auf Grund des Wegfalls einmaliger negativer Sondereffekte dürfte sich das **EBIT im TCS-Segment** im Verlauf von 2008 **deutlich erholen**. Den operativen Break-Even (Quartalsbetrachtung) für besagten Geschäftsbereich erwarten wir jedoch frühestens Ende 2009 / Anfang 2010. Wir rechnen auch in den kommenden Quartalen mit einer **signifikanten Ergebnisbelastung** infolge der **juristischen Durchsetzung von VoIP-Patenten in den USA**.

Aus unserer überarbeiteten Sum-of-the-parts-Analyse leiten wir unverändert einen **fairen Wert** von EUR **2,10** je TELES Aktie ab. Dieser wird nach wie vor **vornehmlich von nicht operativen Komponenten** wie zum Beispiel Freenet-Anteilen, eigenen Aktien sowie der Gravis-Beteiligung **bestimmt**. Wir behalten folglich unser Anlageurteil **Kaufen** bei.

Ausgewählte Unternehmen	Kurs am 4.6.2008	KGV 08e 09e	EV / EBITDA 08e 09e	EBITDA- Rend. 08e	Anl.- urteil
TELES	1,95 EUR	– –	– –	-40,0%	↑
United Internet	13,94 EUR	16,8 13,3	9,2 7,6	20,9%	↑
ComBOTS	10,49 EUR	66,5 142,0	– –	n.a.	–
Median bez. auf alle Vergleichswerte		41,7 77,7	9,2 7,6	20,9%	–

↑ = Kaufen, → = Halten, ↓ = Verkaufen, ● = nicht bewertet, n.a. = nicht aussagefähig

Quelle: DZ BANK, I/B/E/S, JCF

Aktien

Flash
5.6.2008

Kaufen

Schlusskurs am 4.6.2008

(in EUR): 1,95

Fair Value: 2,10

Risikoklasse: 5

Finanzkennzahlen 2008e:

Buchwert je Aktie (in EUR): 3,04

EK-Quote (in %): 81,1

Nettorendite (in %): -29,9

ROE nach Steuern (in %): -10,9

Dividendenrendite (in %): 0,0

Free Cashflow (in Mio. EUR): -4,8

Net Cash (in Mio. EUR): 52,9

Anzahl Aktien

(Mio. Stück): 21,1

Marktkapitalisierung

(in Mio. EUR): 41,20

Free Float (in %): 41,7

WKN: 745490

ISIN: DE0007454902

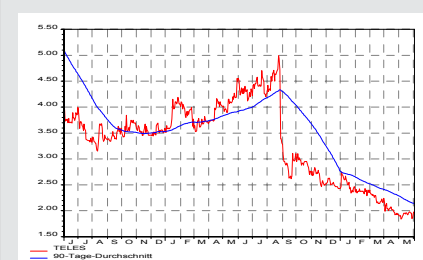
Datastream: D:TLI

Reuters: TLIG.F

Bloomberg: TLI GR

Nächster Newsflow:

August 2008: Hauptversammlung



Ersteller: Marcus Pratsch, Analyst

Bewertung

Sum-of-the-parts-Analyse

	Bewertungsansatz	Wert EUR m	% vom fair value	Wert je Aktie
Cash Bestand	Bilanz Q1/2008	2,4	4,9%	0,10
freenet.de-Aktien (3,565 Mio.)	Mittelwert Fair Value und Börsenkurs	56,1	114,8%	2,41
Eigene Aktien (2,175 Mio.)	Fair Value	4,6	9,3%	0,20
Wert nach Ausschüttung	Annahme: 20% Besteuerung bei Ausschüttung	51,4	105,1%	2,21
TCS	3,0 x EBIT 2009e	-5,1	-10,4%	-0,22
MS/ TIPR	1,5 x EBIT 2009e	-3,4	-7,0%	-0,15
Summe operative Einheiten		-8,5	-17,4%	-0,36
Wert von Beteiligungen	20%-Anteil an GRAVIS (DZ BANK Schätzung)	6,0	12,3%	0,26
Wert des EK		48,9	100,0%	2,10
Anzahl Aktien	Inklusive Eigene Aktien	23,3		
Fair Value pro Aktie (EUR)		2,10		

Quelle: DZ BANK Schätzungen

Gewinn- und Verlustrechnung

Mio. Euro	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Umsatzerlöse	19,2	23,1	26,6	29,2	31,7	33,9
% ggü. Vorjahr	0%	20%	15%	10%	8%	7%
Herstellungskosten	-9,6	-11,4	-12,0	-12,0	-12,2	-12,7
Bruttoergebnis	9,7	11,7	14,6	17,2	19,5	21,2
% ggü. Vorjahr	-16%	21%	24%	18%	13%	9%
Vertriebskosten	-6,2	-6,2	-6,1	-6,3	-6,4	-6,6
Verwaltungskosten	-10,0	-8,8	-8,2	-8,2	-8,3	-8,1
F&E-Aufwand	-5,9	-6,9	-6,7	-6,3	-6,7	-7,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sondererträge/-aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Betriebsergebnis (EBIT)	-12,9	-10,2	-6,4	-3,5	-1,8	-0,5
Nachrichtlich: EBIT bereinigt	-12,9	-10,2	-6,4	-3,5	-1,8	-0,5
% ggü. Vorjahr						
Finanzergebnis	22,5	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2
Ergebnis vor Steuern	9,6	-9,9	-6,3	-3,4	-1,6	-0,3
Nachrichtlich: EBT bereinigt	9,6	-9,9	-6,3	-3,4	-1,6	-0,3
% ggü. Vorjahr		-203%				
Ertragsteuern (fortgeführt)	-1,6	3,0	1,9	1,0	0,5	0,1
Steuerquote	16%	30%	30%	30%	30%	30%
Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)	8,1	-6,9	-4,4	-2,4	-1,1	-0,2
Ergebnis nach Ertragsteuern (nicht fortgeführt)	-5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Ertragsteuern	2,5	-6,9	-4,4	-2,4	-1,1	-0,2
Ergebnisanteile der Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Anteilen Dritter	2,5	-6,9	-4,4	-2,4	-1,1	-0,2
davon: aus fortgeführten Geschäftsbereichen	8,1	-6,9	-4,4	-2,4	-1,1	-0,2
davon: aus nicht fortgeführten Geschäftsber.	-5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewicht. dschn. Anz. Aktien, verwäss. (Mio. Stck.)	21,195	21,195	21,195	21,195	21,195	21,195
IFRS-Ergebnis je Aktie, verwässert	0,12	-0,33	-0,21	-0,11	-0,05	-0,01
Bereinigtes Ergebnis je Aktie, verwässert (fortgeführt)	0,38	-0,33	-0,21	-0,11	-0,05	-0,01
Nachrichtlich						
Abschreibungen	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
EBITDA	-11,9	-9,3	-5,5	-2,6	-0,9	0,3
EBITDA bereinigt	-11,9	-9,3	-5,5	-2,6	-0,9	0,3

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: TELES und DZ BANK Schätzung

	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
GuV (Mio. EUR)						
Umsatzerlöse	19,2	23,1	26,6	29,2	31,7	33,9
Bruttoergebnis	9,7	11,7	14,6	17,2	19,5	21,2
Verwalt.- u. Vertriebskosten	-16,1	-15,0	-14,3	-14,5	-14,6	-14,7
F&E-Aufwand	-5,9	-6,9	-6,7	-6,3	-6,7	-7,0
Betriebsergebnis (EBIT)	-12,9	-10,2	-6,4	-3,5	-1,8	-0,5
Finanzergebnis	22,5	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2
Ertragsteuern (fortgeführt)	-1,6	3,0	1,9	1,0	0,5	0,1
Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)	8,1	-6,9	-4,4	-2,4	-1,1	-0,2
Ergebnis nach Ertragsteuern	2,5	-6,9	-4,4	-2,4	-1,1	-0,2
Ergebnis nach Anteilen Dritter	2,5	-6,9	-4,4	-2,4	-1,1	-0,2
GuV-Kennzahlen						
EBITDA-Rendite	-62,0%	-40,0%	-20,9%	-9,1%	-3,0%	0,9%
EBIT-Rendite	-66,9%	-44,1%	-24,3%	-12,0%	-5,6%	-1,5%
Steuerquote	16,2%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Nettorendite	42,0%	-29,9%	-16,7%	-8,2%	-3,6%	-0,5%
Investitionsquote	4,6%	4,0%	3,5%	3,1%	2,7%	2,4%
Finanzergebnis / Umsatz	117,0%	1,3%	0,4%	0,3%	0,4%	0,7%
Dschn. Umsatzwachstum nächste 5 J.	12,0%					
Dschn. Ergebniswachstum nächste 5 J.						
Bilanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	83,4%	81,1%	78,1%	76,0%	74,8%	73,3%
Anlagendeckungsgrad	116,6%	111,0%	109,2%	110,7%	113,9%	117,9%
Liquidität (Quick Ratio)	138,7%	96,6%	79,9%	81,0%	91,0%	99,2%
Forderungen / Umsatz	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%
Investitionen / Abschreibungen		100,2%	102,4%	102,5%	101,4%	101,5%
Working Capital-Quote	10,5%	9,5%	8,9%	8,5%	7,5%	6,4%
Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)						
CF betrieblich fortgeführt	-10,9	-9,4	-5,7	-2,8	-0,8	0,5
CF betrieblich nicht fortgeführt	0,0					
CF Investitionen fortgeführt	19,7	4,6	4,2	3,2	2,3	1,4
CF Investitionen nicht fortgeführt	-1,4					
Free CF fortgeführt	8,8	-4,8	-1,5	0,4	1,5	1,9
Free CF nicht fortgeführt	-1,4					
CF Finanzierung fortgeführt	-42,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CF Finanzierung nicht fortgeführt	0,0					
Veränderung der liquiden Mittel	-34,9	-4,8	-1,5	0,4	1,5	1,9
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen						
Eigenkapitalrendite (ROE)	11,5%	-10,9%	-7,5%	-4,2%	-2,1%	-0,3%
Betriebskapitalrendite (ROCE)	-209,3%	-161,1%	-98,8%	-52,7%	-27,0%	-7,8%
Kennziffern je Aktie (EUR)						
Ergebnis je Aktie, verwässert	0,38	-0,33	-0,21	-0,11	-0,05	-0,01
Cash Earnings je Aktie, verwässert	0,43	-0,28	-0,17	-0,07	-0,01	0,03
Net Cash je Aktie, verwässert	3,00	2,49	2,19	2,02	1,94	1,94
Bewertungskennzahlen						
Enterprise Value / Umsatz						0,0
Enterprise Value / EBITDA						0,1
Enterprise Value / EBIT						
KGV StA	6,4					

Quelle: TELES und DZ BANK Schätzung

Research-Team Telekommunikation		
Marcus Pratsch	+49 – (0)69 – 74 47 – 15 82	Marcus.Pratsch@dzbank.de
Joeri Sels	+49 – (0)69 – 74 47 – 62 45	joeri.sels@dzbank.de
Sales Institutionelle		
Deutschland	+49 – (0)69 – 74 47 – 67 10	Sven.Rissmueller@dzbank.de
International	+49 – (0)69 – 74 47 – 49 95	Heiko.Klebing@dzbank.de
Strukturierte Produkte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 91 95	derivate@dzbank.de
Ansprechpartner Genossenschaftsbanken		
Aktien	+49 – (0)69 – 74 47 – 47 28	aktiensales@dzbank.de
Ansprechpartner Depot A		
Depot A Sales Aktien/Rohstoffe	+49 – (0)69 – 74 47 – 78 71	joern.schneider@dzbank.de
Ansprechpartner Sales Retail		
Drittbanken Retailprodukte	+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), Dr. Thomas Duhnkrack, Lars Hille, Wolfgang Köhler, Albrecht Merz, Frank Westhoff
 Verantwortlich: Klaus Holschuh, Leiter Research und Volkswirtschaft
 Verantwortlich: Dr. Lothar Weniger, Leiter Aktienresearch
 © DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main 2008
 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, 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 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. Dieses Dokument ist von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank AG, Frankfurt am Main, Deutschland ("DZ BANK") erstellt und wurde von der DZ BANK AG im Zusammenhang mit seiner Verteilung in Deutschland und solchen Orten, die nachstehend genannt sind, genehmigt. Die Analysten, die dieses Dokument verfasst haben, sind bei DZ BANK angestellt.

Unsere Empfehlungen können 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 wurden von der DZ BANK nach bestem Urteilsvermögen abgegeben und entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments und können sich aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ändern. Dieses Dokument darf in anderen Ländern nur in Einklang mit dort geltendem 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, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Dieses Dokument wurde Ihnen lediglich zur Information übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, an andere Personen weiter verteilt oder veröffentlicht werden.

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 verifiziert. 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.

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.

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.

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 von Analysten gecovet werden.

2. Spezifische Angaben für die Vereinigten Staaten: 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. Es wird ausschließlich an große institutionelle Investoren entsprechend der Definition in Vorschrift 15a-6 verteilt und ist ausschließlich dazu bestimmt, von diesen gelesen zu werden. Jeder Auftrag zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, die in diesem Dokument analysiert werden, muss bei der in den Vereinigten Staaten als Händler und Makler registrierten Tochtergesellschaft der DZ BANK platziert werden. Sie erreichen die DZ Financial Markets LLC in der 609 Fifth Avenue, New York, NY 10017, 121-745-1600. 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 Vereinigten Staaten oder US-amerikanischen Personen angeboten oder innerhalb der Vereinigten Staaten 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. Spezifische Angaben für Großbritannien: Dieses Dokument darf in Großbritannien nur an Personen verteilt werden, die berufliche Erfahrung im Umgang mit Vermögensanlagen im Sinne von Artikel 19(5) des *Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005* (die „Anordnung“) haben, an *high-net-worth-Unternehmen* im Sinne von Artikel 49 (2) der Anordnung und an jede andere Person, an die das Dokument aus sonstigen Gründen rechtmäßigerweise bekannt gegeben werden darf (die „Relevanten Personen“). Keine anderen als die Relevanten Personen sollten die in diesem Dokument enthaltenen Informationen lesen, auf deren Grundlage handeln, noch sich darauf stützen. Jegliche Handlungen, auf die sich dieses Dokument bezieht, werden nur gegenüber Relevanten Personen vorgenommen.

Die DZ Bank, DZ Financial Markets LLC und/oder ihre jeweiligen Partnerunternehmen 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 Bestimmtheit 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.

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. Hinweis: Sämtliche 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.

Die DZ BANK ist ebenfalls berechtigt, während des Analysezeitraums eine andere Studie über das Unternehmen zu veröffentlichen, in der kein Kursziel angegeben wird sondern Bewertungsprobleme erörtert werden. Die angegebenen 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.

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.

Indem Sie dieses Dokument nutzen oder sich gleich in welcher Weise darauf stützen, akzeptieren Sie die vorstehenden Beschränkungen als für Sie verbindlich. Zusätzliche Informationen über den Inhalt dieser Studie erhalten Sie auf Anfrage.

Sollte sich eine Bestimmung dieses Disclaimers unter dem jeweils anwendbaren Recht als nicht rechtmäßig, unwirksam oder nicht durchsetzbar herausstellen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Disclaimers; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.

Rating-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs
Kaufen	4.1.2008	2,75 EUR
Verkaufen	6.9.2007	2,95 EUR
Kaufen	10.11.2006	3,54 EUR
Sperre	16.8.2006	3,40 EUR

