

Small- und Mid-Caps

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

7C SOLARPARKEN ⁵⁾⁷⁾⁸⁾⁹⁾¹⁰⁾¹¹⁾

Aufstieg zum Tier 2-Player im Jahr 2018e als Ziel

- » Auf dem Analyst Day letzte Woche hat 7C Solarparks herausgestellt, im Jahr 2018 zu einem der Tier 2-Betreiber von Solarparks (Marktkapitalisierung über 200 (aktuell: 107) Mio. Euro) aufsteigen zu wollen. Angestrebt wird eine größere Übernahme, eine Fusion mit einem anderen Player oder die Partnerschaft mit einem Investor (Bereitstellung von Fremd-/Eigenkapital). Diese Strategie ist u.E. sinnvoll, da der Kauf von PV-Anlagen mit attraktiven Renditen zunehmend schwierig wird und 7C Solarparks durch das eigene Management größerer Solarparks die Renditen steigern kann. Zudem werden größere Player mit höheren Multiples gehandelt (EV / EBITDA 2017e: Peer Group-Median: 10,6; 7C Solarparks: 9,3; EV / CF 2017e: Peer Group-Median: 21,4; 7C Solarparks: 14,5).
- » 7C Solarparks hat zudem wie erwartet die Ziele für den Ausbau des IPP-Portfolios angehoben. Im Rahmen des Business Plans 2016 bis 2018 erwartet das Management bereits bis Mitte 2017 Anlagen von 105 (aktuell: 94,4) MWp in Betrieb zu nehmen. Bis Ende 2017 soll das IPP-Portfolio auf 115 MWp ausgebaut werden (bisher: 105 MWp bis Ende 2017). Wir haben unsere Prognosen für das IPP-Portfolio Ende 2017e entsprechend auf 115 (alt: 105) MWp angehoben.
- » Auf der Finanzseite erwartet 7C Solarparks auf Basis von 115 MWp 2018e ein EBITDA von 28,9 Mio. Euro und einen Cashflow per share (CFPS) von 0,53 Euro. Die Guidance für 2017 (CFPS von 0,50 Euro) wurde bekräftigt. Auf Grund der noch nicht ganzjährigen Produktion aller neuen PV-Anlagen halten wir unsere Prognosen für 2017e eines EBITDA von gut 27 Mio. Euro und eines CFPS von 0,50 Euro für valide. Die für 2016e vor kurzem angehobene EBITDA-Guidance von über 24,0 (bisher: über 23,7; unsere Prognose: 25,0) Mio. Euro wird von der diesjährig unterdurchschnittlichen Sonneneinstrahlung belastet.
- » Die zur Erreichung der Wachstumsziele angekündigten Kapitalmaßnahmen mit einer Wandelanleihe 2016/17 (Volumen: 2,5 Mio. Euro; Kupon: 2,5%; Wandlungspreis: 2,50 Euro je Aktie) und einer Kapitalerhöhung (Volumen: 3,4 Mio. Euro) fallen u.E. vergleichsweise moderat aus. Einem EBITDA-Anstieg von 16% bis 20% steht ein Anstieg der Anzahl der Aktien um geschätzt 9% gegenüber.
- » **Anlagefazit:** Wir halten an unserer Einschätzung zur 7C Solarparks-Aktie fest und haben unseren fairen Wert auf Grund des Portfolioausbaus auf 3,20 (alt: 3,10) Euro erhöht. Unser Anlageurteil lautet unverändert Kaufen (Bewertung mit einem untereinander gleichgewichteten DCF- (WACC: 5,3%) und Peer Group-Modell (Betreiber von Solar- und Windparks). Die Perspektive auf eine größere Transaktion im Jahr 2018e sowie der positive Newsflow durch die sukzessive Umsetzung des Portfolioausbaus dürften die Aktie treiben. Für die Aktie spricht zudem die hohe FFO Yield (2016e: 18%; 2017e: 20%).

AKTIEN

Fertiggestellt:
26.9.2016 16:00 Uhr

Anlageurteil:	Kaufen vom 04.08.2016
alt:	-
Fair Value (in Euro)	3,20 (alt: 3,10)
Kurs (Xetra) (in Euro)	2,53
23.09.2016, 17:36 Uhr	

Unternehmensdaten

Branche	Industrie/Erneuerbare Energien
Segment	General Standard
ISIN	DE000A11QW68
Reuters	HRPKK.DE
Bloomberg	HRPKK.DE

Aktien Daten

Aktienanzahl	(in Mio. Stück)	42,362
Streubesitz		43,4%
Marktkapitalisierung	(in Mio. Euro)	107,0
Ø Tagesumsatz 100 Tage	(Stück)	36.755
52W Hoch	15.09.2016	2,72 Euro
52W Tief	21.01.2016	1,80 Euro

Termine

Q4-Zahlen	April 2017
Hauptversammlung	Juli 2017

	Absolut	Relativ ggü. DAX
Performance		
1 Monat	2,5%	2,2%
3 Monate	11,8%	7,9%
6 Monate	1,6%	-4,1%
12 Monate	6,2%	-3,9%

Quelle: Bloomberg

Editor:
Stephen Schneider, ANALYST

¹⁾⁻¹²⁾Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie

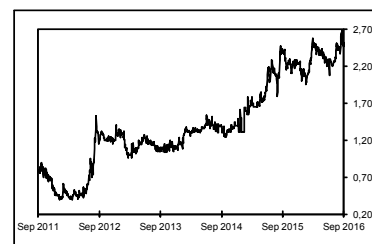
	2012*	2013*	2014**	2015	2016e	2017e
Umsatzerlöse	8,7	10,2	14,6	25,4	31,1	33,1
EBITDA	6,8	9,6	16,7	24,9	25,0	27,4
EBITDA-Marge	77,9%	93,7%	115,0%	98,2%	80,6%	82,6%
Nettoergebnis	0,3	0,4	7,4	5,5	3,1	4,8
Nettomarge	3,3%	3,9%	50,7%	21,7%	10,0%	14,4%
Gewinn je Aktie	0,02	0,02	0,28	0,16	0,07	0,11
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10
Eigenkapitalquote	-	21,0%	18,5%	23,5%	25,0%	27,7%
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-	6,3	6,0	5,7	6,2	5,7
Net Gearing	-	3,1	3,4	2,5	2,3	2,1
FFO	-	5,1	7,0	14,1	18,8	21,7
Cash Earnings	-	5,2	6,4	13,9	15,4	17,8
FFO je Aktie	0,23	0,24	0,26	0,41	0,44	0,50
FFO Yield	29,7%	20,7%	19,7%	21,3%	17,5%	19,6%
Cash Earnings Yield	-	20,8%	18,1%	21,1%	14,4%	16,1%
EV / EBITDA	-	11,3	10,6	9,1	10,2	9,3
EV / CF	-	28,7	26,2	16,9	16,7	14,5
KCV	-	10,1	6,6	5,4	7,0	6,1
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,0%

Zahlen in Mio. Euro außer EpS, DpS u. FFO je Aktie (in Euro), Quelle: 7C Solarparken AG; eigene Schätzungen

* 7C Solarparken NV (ohne COLEXON) ** COLEXON zum 09.09.14 konsolidiert

Index-Gewichtung

Keine Indexzugehörigkeit



Quelle: Bloomberg

Swot-Analyse

Stärken / Chancen

- Management mit u.E. überzeugendem Track Record
- Hohe planbare Cashflows, Entwicklung zum Dividentitel
- Weiterer Ausbau des IPP-Portfolios - Ziel von 105 MWp dürfte angehoben werden

Schwächen / Risiken

- Umsetzung der Wachstumspläne könnte u.E. zusätzliche Eigenmittel erfordern
- Steigender Wettbewerb bei Real Assets auf Grund des Renditedrucks von Investoren
- Steigende Preise bei Akquisitionen

Ersteller: Stefan Röhle, CFA (Analyst)

Erstmalige Weitergabe: 26.09.2016, 16:15 Uhr

	2012*	2013*	2014**	2015	2016e	2017e
Umsatzerlöse	8,7	10,2	14,6	25,4	31,1	33,1
EBITDA	6,8	9,6	16,7	24,9	25,0	27,4
EBITDA-Marge	77,9%	93,7%	115,0%	98,2%	80,6%	82,6%
Nettoergebnis	0,3	0,4	7,4	5,5	3,1	4,8
Nettomarge	3,3%	3,9%	50,7%	21,7%	10,0%	14,4%
Gewinn je Aktie	0,02	0,02	0,28	0,16	0,07	0,11
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10
Eigenkapitalquote	-	21,0%	18,5%	23,5%	25,0%	27,7%
Nettofinanzverschul- dung / EBITDA	-	6,3	6,0	5,7	6,2	5,7
Net Gearing	-	3,1	3,4	2,5	2,3	2,1
FFO	-	5,1	7,0	14,1	18,8	21,7
Cash Earnings	-	5,2	6,4	13,9	15,4	17,8
FFO je Aktie	0,23	0,24	0,26	0,41	0,44	0,50
FFO Yield	29,7%	20,7%	19,7%	21,3%	17,5%	19,6%
Cash Earnings Yield	-	20,8%	18,1%	21,1%	14,4%	16,1%
EV / EBITDA	-	11,3	10,6	9,1	10,2	9,3
EV / CF	-	28,7	26,2	16,9	16,7	14,5
KCV	-	10,1	6,6	5,4	7,0	6,1
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,0%

Zahlen in Mio. Euro außer EpS, DpS u. FFO je Aktie (in Euro), Quelle: 7C Solarparken AG; eigene Schätzungen

* 7C Solarparken NV (ohne COLEXON) ** COLEXON zum 09.09.14 konsolidiert

- » Nach der abgeschlossenen Optimierung des Miskina-Portfolios (13,7 MWp) im Juni 2016 hat 7C Solarparks bereits wieder mit dem verstärkten Ausbau des IPP-Portfolios begonnen: (bis dato +5,5 MWp in Q3 2016). Die angestrebte Ausweitung des IPP-Portfolios um 21 MWp auf 115 MWp bis Ende 2017e beruht primär auf den Bau neuer Solarparks. Geplant ist der Bau eigener PV-Anlagen mit 6,5 MWp, der Kauf neu errichteter Solarparks mit 10,0 MWp und der Kauf bestehender Solarparks von 4,5 MWp. Neu errichtete Solarparks haben deutlich geringere Einspeisevergütungen von 70 bis 100 (Bestandsportfolio: im Durchschnitt: 334) Euro/MWh. Entsprechend plant 7C Solarparks aus dem erweiterten IPP-Portfolio nur mit einem EBITDA-Beitrag von 2,0 Mio. Euro. Dennoch ist diese Strategie u.E. für 7C Solarparks sinnvoll, weil die Solaranlagen zum Teil auf im Eigentum von 7C Solarparks befindlichen Flächen gebaut oder an bestehende Solarparks angegliedert werden (keine Pacht, günstiger Betrieb). Zudem kann 7C Solarparks mit den Neuanlagen die hohen Verlustvorträge in der AG nutzen (es fallen keine cashwirksamen Steuern an).
- Ausbau des IPP-Portfolios mit Neuanlagen**
- » Im Rahmen des Business Plans 2016 bis 2018 plant 7C Solarparks darüber hinaus weitere Anlagenoptimierungen mit einem positiven EBITDA-Beitrag von 0,4 Mio. Euro p.a. Wir erwarten zudem durch die geplante Umfinanzierung eines weiteren Bankdarlehens im Jahr 2017 Zinseinsparungen mit einem entsprechend positiven Effekt auf den CFPS.
- Weitere Optimierung von PV-Anlagen und Darlehensrefinanzierung**
- » Der Gesamt-Capex für die Projekte von 26,0 Mio. Euro bedeutet einen EK-Bedarf von 9,8 Mio. Euro. Zudem erwartet 7C Solarparks weiteren Kapitalbedarf durch den Kauf von PV-Grundstücken, die Darlehensrefinanzierung und Garantien aus dem alten COLEXON-Portfolio. Der Kapitalbedarf kann durch den freien Cashbestand zum 30.06.16 von rd. 12 Mio. Euro angesichts einer unterjährigen Liquiditätsschwankung von ca. 5 Mio. Euro nicht ganz gedeckt werden. Angesichts eines prognostizierten EBITDA-Anstiegs bis 2018e von 16% bis 20% und einer geschätzt 9% höheren Aktienanzahl erwarten wir dennoch einen deutlich positiven Effekt auf den CFPS.
- Trotz höherer Aktienanzahl positiver Effekt auf den CFPS**

¹⁾⁻¹²⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie

Bewertung

Bewertungsfazit

Wir bewerten die Aktie von 7C Solarparken mittels eines DCF-Modells und einer Peer Group-Analyse. Insbesondere die DCF-Bewertung ist konservativ. Entsprechend der EEG-Einspeisevergütung haben wir für jeden Solarpark Cashflows von nur 20 Jahren unterstellt - d.h. der Terminal Value ist Null. Da die Solarparks nach 20 Jahren komplett abgeschrieben und die Finanzverbindlichkeiten zurückgeführt worden sind, erscheint auch nach 20 Jahren ein profitabler Betrieb möglich. 7C Solarparken hat ein stark cashflowgetriebenes Geschäftsmodell (garantierte Einspeisevergütungen über 20 Jahre). Daher sind Cashflow-Multiples bei der Peer Group-Analyse besonders aussagekräftig. Bei der Peer Group-Betrachtung ist die Cashflow-Stärke von 7C Solarparken hervorzuheben, die sich vor allem in den EV / CF-Multiplikatoren zeigt. Wir errechnen einen gemittelten fairen Wert des Eigenkapitals von 148,3 (alt: 135,0) Mio. Euro bzw. 3,22 (alt: 3,19) Euro je Aktie. Den Buchwert der PV-Grundstücke haben wir mit 9,4 (alt: 7,4) Mio. Euro berücksichtigt. Insgesamt haben wir in unserer Berechnung den Kapitalzufluss aus der geplanten Wandelanleihe und Kapitalerhöhung, den Kauf weiterer PV-Grundstücke und eine erhöhte Aktienanzahl von unterstellt 46,098 (alt: 42,359) Mio. Stück berücksichtigt. Der faire Wert entspricht einem EV / EBITDA 2016e von 11,8 (Peer Group-Median: 12,2) und einem EV / CF 2016e von 19,5 (Peer Group-Median: 23,1). 2017e sinken die Multiples auf 10,8 (Peer Group-Median: 10,6) bzw. 16,9 (Peer Group-Median: 21,4).

Gemittelter fairer Wert von 3,22 (alt: 3,19) Euro

7C Solarparken AG

Bewertung - Zusammenfassung

Angaben in Euro

	Fairer Wert	Gewichtung
Discounted Cashflow-Modell	2,27	50%
Peer Group-Analyse	4,17	50%
Gewichteter fairer Wert	3,22	
Fairer Wert		3,20

Quelle: Eigene Schätzungen

DCF-Bewertung

In unserem DCF-Modell haben wir ausschließlich die Cashflows im Zeitraum von 2016 bis 2037 betrachtet. Dabei haben wir unterstellt, dass die Solarparks nach ihrer Inbetriebnahme entsprechend der garantierten EEG-Einspeisevergütung für 20 Jahre Strom produzieren - wobei der erste Solarpark 2028e und der letzte Solarpark 2037e vom Netz gehen. Eine weitere Stromproduktion nach diesem Zeitraum haben wir konservativ nicht berücksichtigt (d.h. kein Terminal Value). Wir erwarten über den gesamten Zeitraum eine stabile Kostenstruktur mit einer EBITDA-Marge von ca. 80%.

Cashflow über 20 Jahre bis 2037e

Den WACC ermitteln wir mit 5,3%. Das Beta ist mit 1,1 relativ hoch angesetzt, da die mittlerweile in die 7C Solarparken integrierte alte COLEXON aus einer Restrukturierung kommt und der Leverage der Gesellschaft vergleichsweise hoch ist. Insgesamt ermitteln wir einen Marktwert des Eigenkapitals von 104,6 (alt: 91,7) Mio. Euro. Der faire Wert auf Basis von 46,098 (alt: 42,359) Mio. Aktien liegt bei 2,27 (alt: 2,16) Euro je Aktie.

DCF-Modell: fairer Wert von 2,27 (alt: 2,16) Euro je Aktie

¹⁾¹²⁾Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie

7C Solarparken AG**Discounted Cashflow - Modell**

Angaben in Mio. Euro	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz	31,1	33,1	34,3	34,3	34,3	34,3	34,3	34,3	34,3	34,3
Umsatzwachstum	22,5%	6,6%	3,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT-Marge	32,1%	34,2%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
EBIT	10,0	11,3	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
- Ertragssteuern	-1,5	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8
+ Abschreibungen	15,1	16,0	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1
+/- Veränderung langfristiger Rückstellungen	-0,7	-2,1	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
+/- Sonstiges (u.a. Minderheitsanteile)	0,0	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Operativer Brutto-Cashflow	22,9	23,7	28,2	28,4	28,6	28,8	28,8	28,8	28,8	28,8
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen in das Anlagevermögen	-18,8	-21,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Free Cashflow	3,9	1,5	27,8	28,2	28,4	28,6	28,6	28,6	28,6	28,6
Barwerte	3,8	1,4	24,7	23,8	22,7	21,7	20,6	19,5	18,5	17,6
Summe Barwerte (2016e-2025e)	174,4									
Summe Barwerte (2026e-2037e)	68,9									
Wert des operativen Geschäfts	243,3	Modell-Parameter: Langfristige Bilanzstruktur: Eigenkapital: 25% Fremdkapital: 75% Risikofreie Rendite: 3,0% Beta: 1,1 Risikoprämie FK: 2,0% Risikoprämie 5,0% Tax-Shield: 15,0% Zins EK: 8,3% Zins FK: 4,3% WACC: 5,3% Datum: 26.09.2016								
+ Liquide Mittel	33,1									
- Finanzverbindlichkeiten/Pensionen	-181,3									
+ PV-Grundstücke	9,4									
Marktwert Eigenkapital	104,6									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	46,098									
Fairer Wert je Aktie in Euro	2,27									

Quelle: Eigene Schätzungen

Sensitivitätsanalyse (in Euro)

	Diskontierungszinssatz (WACC)			
	4,8%	5,3%	5,8%	6,3%
	2,47	2,27	2,08	1,89

Quelle: Eigene Schätzungen

7C Solarparken AG

Peer Group - Analyse

	Erneuerbare Energie	Länder	EV / EBITDA		EV / Cashflow	
			2016e	2017e	2016e	2017e
8Point3 Energy Partners	Solar	USA	29,0	18,7	130,5	107,7
Abengoa Yield	Solar	USA, Spanien, Südamerika	10,0	10,2	22,9	25,0
Algonquin Power & Utilities	Wind, Solar, Wasserkraft	Kanada, USA	12,9	7,2	23,3	16,5
Boralex	Wind, Wasserkraft	Kanada, USA, Frankreich	11,3	10,5	19,1	17,6
Brookfield Renewable Energy	Wasser, Wind, Thermal	Kanada, USA, Südamerika etc.	15,1	13,7	48,3	42,7
Capital Stage	Solar, zum Teil Wind	Deutschland, Italien, Frankreich	10,5	9,9	18,3	17,7
Innogy Renewable Energy	Wind, Wasserkraft	Kanada, USA	19,4	13,8	35,0	26,1
Northland Power	Wind, Solar, Wasserkraft	Kanada, Europa	19,6	15,2	33,4	28,8
Pattern Energy Group	insb. Wind, auch Solar	USA, Kanada, Südamerika	16,4	12,7	31,4	25,8
Saeta Yield	Wind, Solar (-thermie)	Spanien	9,9	8,2	13,0	10,5
TerraForm Power	Solar	USA, Chile	10,0	9,2	13,3	12,9
Transalta Renewables	Wasserkraft, Wind	Kanada	11,5	10,8	16,9	16,4
Median			12,2	10,6	23,1	21,4
Mittelwert			14,6	11,7	33,8	29,0
Standardabweichung			5,7	3,3	32,2	26,3
7C Solarparken AG	Solar	vor allem Deutschland	10,2	9,3	16,7	14,5
in Mio. Euro, Ergebnis je Aktie in Euro			EBITDA		Operativer Cashflow	
			2016e	2017e	2016e	2017e
7C Solarparken AG			25,0	27,4	15,2	17,6
Unternehmenswert (EV)			305,0	290,8	351,6	375,7
Liquide Mittel			33,1		33,1	
Finanzverbindlichkeiten			-181,3		-181,3	
Faire Marktkapitalisierung			156,9	142,7	203,5	227,6
PV-Grundstücke			9,4		9,4	
Faire Marktkapitalisierung inklusive PF-Grundstücke			166,3	152,1	212,8	237,0
Aktienanzahl (in Mio. Stück)			46,098		46,098	
Fairer Wert			3,61	3,30	4,62	5,14
Durchschnittswert			3,45		4,88	
Gewichtung			50%		50%	
Fairer Wert je Aktie in Euro					4,17	

Quelle: Eigene Schätzungen; Bloomberg

Schlusskurse vom 23.09.16

Peer Group-Bewertung

Für die Peer Group haben wir Unternehmen aus dem Bereich Erneuerbare Energien herangezogen. Da sowohl 7C Solarparken als auch die Peer Group-Unternehmen ein stark cashflowgetriebenes Geschäftsmodell verfolgen, legen wir bei der Peer Group-Analyse die Multiplikatoren EV / EBITDA und EV / Cashflow zugrunde. Im Vergleich zur Peer Group ist 7C Solarparken wegen der schlanken Strukturen besonders cashflowstark (2016e: 49% des Umsatzes vs. Peer Group-Median von 39%). Auch der Leverage ist geringer (Nettofinanzverschuldung / EBITDA 2016e: 6,2 vs. Peer Group-Median von 7,0). Wir ermitteln einen fairen Wert von 192,1 (alt: 178,3) Mio. Euro bzw. auf Basis von 46,098 (alt: 42,359) Mio. Aktien von 4,17 (alt: 4,21) Euro je Aktie.

Peer Group-Analyse: fairer Wert von 4,17 (alt: 2,21) Euro je Aktie

¹⁾⁻¹²⁾Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie

7C Solarparken AG

Gewinn- und Verlustrechnung

Angaben in Mio. Euro	2012*	2013*	2014**	2015	2016e	2017e
Umsatzerlöse	8,7	10,2	14,6	25,4	31,1	33,1
Bestandsveränderung	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	-	10,2	14,6	25,4	31,1	33,1
Materialaufwand	-	-2,4	-3,7	-4,9	-5,6	-5,4
Rohertrag	-	7,9	10,8	20,5	25,5	27,7
Sonstige betriebliche Erträge	-	1,9	6,5	5,7	1,1	1,2
Personalaufwand	-	-0,1	-0,5	-1,3	-1,5	-1,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	6,8	9,6	16,7	24,9	25,0	27,4
Abschreibungen	-3,9	-5,0	-6,6	-13,3	-15,1	-16,0
EBIT	2,9	4,5	10,1	11,6	10,0	11,3
Finanzergebnis	-2,6	-4,1	-2,6	-5,2	-6,3	-5,7
EBT	0,4	0,4	7,5	6,4	3,7	5,6
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,1	0,0	-0,1	-0,8	-0,6	-0,8
Jahresüberschuss vor Minderheiten	0,3	0,4	7,4	5,5	3,1	4,8
Minderheitenanteile	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Konzernüberschuss /-fehlbetrag	0,3	0,4	7,4	5,5	3,1	4,8
Gewichtete Aktienanzahl (in Mio. Stück)	17,38	21,82	26,64	34,07	42,36	43,81
Ergebnis je Aktie (in Euro)	0,02	0,02	0,28	0,16	0,07	0,11
Dividende je Aktie (in Euro)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10

Quelle: 7C Solarparken AG; eigene Schätzungen

* 7C Solarparken NV (ohne COLEXON) ** COLEXON zum 09.09.14 konsolidiert

7C Solarparken AG

Gewinn- und Verlustrechnung (Positionen in % vom Umsatz)

Angaben in Mio. Euro	2012*	2013*	2014**	2015	2016e	2017e
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderung	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamtleistung	-	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	-	-23,0%	-25,7%	-19,1%	-18,0%	-16,4%
Rohertrag	-	77,0%	74,3%	80,9%	82,0%	83,6%
Sonstige betriebliche Erträge	-	18,1%	44,4%	22,4%	3,5%	3,6%
Personalaufwand	-	-1,4%	-3,7%	-5,0%	-4,9%	-4,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	77,9%	93,7%	115,0%	98,2%	80,6%	82,6%
Abschreibungen	-44,2%	-49,3%	-45,3%	-52,5%	-48,5%	-48,4%
EBIT	33,7%	44,4%	69,7%	45,7%	32,1%	34,2%
Finanzergebnis	-29,5%	-40,3%	-18,1%	-20,6%	-20,2%	-17,1%
EBT	4,2%	4,2%	51,6%	25,2%	11,9%	17,1%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,6%	-0,3%	-0,5%	-3,3%	-1,8%	-2,6%
Jahresüberschuss vor Minderheiten	3,6%	3,8%	51,1%	21,8%	10,1%	14,5%
Minderheitenanteile	-0,3%	0,1%	-0,4%	-0,2%	-0,1%	-0,1%
Konzernüberschuss /-fehlbetrag	3,3%	3,9%	50,7%	21,7%	10,0%	14,4%

Quelle: 7C Solarparken AG; eigene Schätzungen

* 7C Solarparken NV (ohne COLEXON) ** COLEXON zum 09.09.14 konsolidiert

7C Solarparken AG**Bilanz**

Angaben in Mio. Euro	2012*	2013*	2014**	2015	2016e	2017e
Geschäfts- oder Firmenwerte	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Immaterielle Vermögensgegenstände	-	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Sachanlagen	-	92,9	175,7	227,3	231,0	236,9
Beteiligungen, Finanzanlagen	-	2,0	1,4	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Vermögenswerte	-	0,0	0,5	0,5	0,6	0,6
Aktive latente Steuern	-	0,8	5,9	5,0	4,2	3,5
Langfristige Vermögenswerte	-	96,2	184,0	233,4	236,4	241,6
Vorräte	-	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	-	0,7	1,3	1,4	1,8	2,0
Sonstige Vermögensgegenstände	-	0,7	1,9	2,4	2,8	3,0
Liquide Mittel	-	9,4	20,4	27,3	26,1	20,1
Kurzfristige Vermögenswerte	-	11,0	23,8	31,4	31,1	25,5
Aktiva	-	107,2	207,8	264,7	267,5	267,1
Gezeichnetes Kapital	-	8,7	34,0	40,5	42,4	43,6
Kapitalrücklagen	-	10,6	0,3	10,1	11,6	13,7
Gewinnrücklagen	-	2,7	4,0	11,7	12,8	16,6
Rücklage für Ergebnis aus at equity-Methode	-	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Rücklage aus Währungsumrechnung	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rücklage für derivative Finanzinstrumente	-	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Eigene Anteile	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minderheitenanteile	-	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
Eigenkapital	-	22,5	38,4	62,3	66,8	73,9
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	-	72,4	138,3	165,0	165,4	164,3
Sonstige langfristige Rückstellungen	-	2,3	10,1	7,8	7,1	4,8
Passive latente Steuern	-	1,4	4,0	9,0	8,5	8,1
Kurzfristige Verbindlichkeiten	-	76,1	152,3	181,8	181,0	177,3
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	-	7,3	14,3	16,5	14,9	10,9
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistung	-	0,7	2,2	1,7	2,0	1,9
Erhaltene Anzahlungen	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuerrückstellungen	-	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2
Sonstige kurzfristige Rückstellungen	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	-	0,6	0,4	2,4	2,6	2,7
Langfristige Verbindlichkeiten	-	8,6	17,1	20,6	19,6	15,8
Passiva	-	107,2	207,8	264,7	267,5	267,1

Quelle: 7C Solarparken AG; eigene Schätzungen

* 7C Solarparken NV (ohne COLEXON) ** COLEXON zum 09.09.14 konsolidiert

7C Solarparken AG**Bilanz (Positionen in % von Bilanzsumme)**

Angaben in Mio. Euro	2012*	2013*	2014**	2015	2016e	2017e
Geschäfts- oder Firmenwerte	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Immaterielle Vermögensgegenstände	-	0,5%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Sachanlagen	-	86,6%	84,5%	85,8%	86,4%	88,7%
Beteiligungen, Finanzanlagen	-	1,8%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	-	0,0%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Aktive latente Steuern	-	0,7%	2,8%	1,9%	1,6%	1,3%
Langfristige Vermögenswerte	-	89,7%	88,5%	88,2%	88,4%	90,5%
Vorräte	-	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	-	0,6%	0,6%	0,5%	0,7%	0,7%
Sonstige Vermögensgegenstände	-	0,7%	0,9%	0,9%	1,1%	1,1%
Liquide Mittel	-	8,8%	9,8%	10,3%	9,8%	7,5%
Kurzfristige Vermögenswerte	-	10,3%	11,5%	11,8%	11,6%	9,5%
Aktiva	-	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Gezeichnetes Kapital	-	8,1%	16,4%	15,3%	15,8%	16,3%
Kapitalrücklagen	-	9,9%	0,1%	3,8%	4,3%	5,1%
Gewinnrücklagen	-	2,5%	1,9%	4,4%	4,8%	6,2%
Rücklage für Ergebnis aus at equity-Methode	-	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rücklage aus Währungsumrechnung	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rücklage für derivative Finanzinstrumente	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigene Anteile	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Minderheitenanteile	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%
Eigenkapital	-	21,0%	18,5%	23,5%	25,0%	27,7%
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	-	67,5%	66,5%	62,3%	61,8%	61,5%
Sonstige langfristige Rückstellungen	-	2,1%	4,8%	2,9%	2,6%	1,8%
Passive latente Steuern	-	1,3%	1,9%	3,4%	3,2%	3,1%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	-	71,0%	73,3%	68,7%	67,7%	66,4%
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	-	6,8%	6,9%	6,2%	5,6%	4,1%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistung	-	0,6%	1,0%	0,6%	0,7%	0,7%
Erhaltene Anzahlungen	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuerrückstellungen	-	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%
Sonstige kurzfristige Rückstellungen	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	-	0,6%	0,2%	0,9%	1,0%	1,0%
Langfristige Verbindlichkeiten	-	8,0%	8,2%	7,8%	7,3%	5,9%
Passiva	-	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: 7C Solarparken AG; eigene Schätzungen

* 7C Solarparken NV (ohne COLEXON) ** COLEXON zum 09.09.14 konsolidiert

7C Solarparken AG

Kapitalflussrechnung

Angaben in Mio. Euro	2012*	2013*	2014**	2015	2016e	2017e
Jahresüberschuss vor Minderheiten	-	0,4	7,4	5,5	3,1	4,8
Abschreibungen auf das Anlagevermögen	-	5,0	6,6	13,3	15,1	16,0
Buchgewinne/-verluste	-	-0,1	-0,3	0,3	0,0	0,0
Ertrag aus Equity-Beteiligung	-	0,6	0,3	-0,1	0,0	0,0
Zunahme/Abnahme der Rückstellungen	-	0,1	0,2	-3,7	-0,7	-2,1
Netto-Finanzierungsaufwendungen	-	3,6	4,3	5,4	6,3	5,7
Gezahlte Zinsen	-	-3,4	-4,7	-6,5	-8,4	-6,8
Gezahlte Ertragssteuern	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-	-1,0	-7,4	-2,9	0,0	0,0
Zunahme/Abnahme der Vorräte, Forderungen LuL und sonst. VG	-	0,3	1,4	0,6	-0,2	0,3
Zunahme/Abnahme der Verb. LuL und sonst. Verb.	-	-1,7	-1,1	1,4	0,0	-0,3
Veränderung des Working Capitals	-	-1,4	0,3	-0,6	-0,2	-0,3
Cash Earnings	-	5,2	6,4	13,9	15,4	17,8
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	-	3,8	6,8	13,4	15,2	17,6
Investitionen in immaterielle VG und Sachanlagen	-	-3,2	-1,8	-2,4	-18,8	-21,9
Erlöse aus Abgängen des Anlagevermögens	-	0,4	0,1	1,5	0,0	0,0
Unternehmensverkäufe (netto)	-	0,0	0,3	1,1	0,0	0,0
Unternehmenserwerb (netto)	-	-0,5	9,8	3,1	0,0	0,0
Erhaltene Zinsen	-	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-	-3,3	8,4	3,3	-18,7	-21,8
Einzahlung in das/Auszahlung aus dem Eigenkapital	-	9,7	0,7	6,0	3,4	3,3
Verkauf/Erwerb eigener Anteile	-	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0
Dividendenausschüttung	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aufnahme/Tilgung von Finanzverbindlichkeiten	-	-7,8	-4,9	-16,4	-1,2	-5,1
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	-	2,0	-4,1	-9,8	2,2	-1,8
Zahlungswirksame Veränderungen	-	2,4	11,0	6,9	-1,2	-6,0
Wechselkurs- und konsolidierungsbedingte Änderungen	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode	-	7,0	9,4	20,4	27,3	26,1
Finanzmittelfonds am Ende der Periode	-	9,4	20,4	27,3	26,1	20,1

Quelle: 7C Solarparken AG; eigene Schätzungen

* 7C Solarparken NV (ohne COLEXON) ** COLEXON zum 09.09.14 konsolidiert

7C Solarparken AG**Kennzahlen**

	2012*	2013*	2014**	2015	2016e	2017e
Wachstumsanalyse						
Umsatzwachstum	-	17,5%	42,2%	74,3%	22,5%	6,6%
EBITDA-Wachstum	-	41,3%	74,5%	48,8%	0,5%	9,3%
EBIT-Wachstum	-	55,0%	123,0%	14,4%	-14,1%	13,5%
EBT-Wachstum	-	16,4%	1666,6%	-15,0%	-42,2%	53,0%
EPS-Wachstum	-	-0,5%	1457,8%	-41,7%	-54,4%	47,9%
Margenanalyse						
EBITDA-Marge	77,9%	93,7%	115,0%	98,2%	80,6%	82,6%
EBIT-Marge	33,7%	44,4%	69,7%	45,7%	32,1%	34,2%
EBT-Marge	4,2%	4,2%	51,6%	25,2%	11,9%	17,1%
Nettomarge	3,3%	3,9%	50,7%	21,7%	10,0%	14,4%
Renditeanalyse						
ROI	-	0,4%	4,7%	2,3%	1,2%	1,8%
ROCE	-	5,2%	7,2%	4,8%	3,6%	4,0%
ROE	-	2,3%	24,3%	10,9%	4,8%	6,8%
ROIC	-	4,8%	6,6%	4,4%	3,3%	3,8%
Bilanzanalyse						
Eigenkapitalquote	-	21,0%	18,5%	23,5%	25,0%	27,7%
Anlagendeckung I	-	23,4%	20,9%	26,7%	28,3%	30,6%
Anlagendeckung II	-	102,5%	103,6%	104,6%	104,8%	104,0%
Anlagenintensität	-	89,7%	88,5%	88,2%	88,4%	90,5%
Working Capital / Umsatz	-	-0,5%	-1,5%	-1,4%	0,1%	0,7%
Verschuldung						
Gesamtfinanzverschuldung	-	79,7	152,6	181,5	180,3	175,3
Nettofinanzverschuldung (Mio. Euro)	-	70,3	132,1	154,2	154,2	155,1
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-	6,3	6,0	5,7	6,2	5,7
Net Gearing	-	3,1	3,4	2,5	2,3	2,1
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	-	2,7	3,9	4,2	3,9	4,7
Zinsdeckungsgrad (EBIT)	-	1,3	2,3	1,9	1,6	2,0
Cashflow-Analyse						
FFO (Mio. Euro)	-	5,1	7,0	14,1	18,8	21,7
Cash Earnings (Mio. Euro)	-	5,2	6,4	13,9	15,4	17,8
Operativer Cashflow (Mio. Euro)	-	3,8	6,8	13,4	15,2	17,6
Free Cashflow (FCF) (Mio. Euro)	-	0,6	4,9	11,0	-3,6	-4,4
Cashflow per share (CFPS; FFO je Aktie) (Euro)	0,23	0,24	0,26	0,41	0,44	0,50
Cash Earnings je Aktie (Euro)	-	0,24	0,24	0,41	0,36	0,41
Operativer Cashflow je Aktie (Euro)	-	0,17	0,25	0,39	0,36	0,40
FCF je Aktie (Euro)	-	0,03	0,19	0,32	-0,08	-0,10
FFO Yield	29,7%	20,7%	19,7%	21,3%	17,5%	19,6%
Cash Earnings Yield	-	20,8%	18,1%	21,1%	14,4%	16,1%
FCF Yield	-	2,4%	13,9%	16,6%	-3,3%	-3,9%
Capex (Mio. Euro)	-	3,2	1,8	2,4	18,8	21,9
Bewertungsmultiplikatoren						
Buchwert je Aktie (Euro)	-	1,03	1,44	1,83	1,58	1,69
EV / EBITDA	-	11,3	10,6	9,1	10,2	9,3
EV / CF	-	28,7	26,2	16,9	16,7	14,5
EV / FCF	-	185,3	35,8	20,6	neg.	neg.
KGV	47,4	62,7	4,8	12,0	34,6	23,3
KBV	-	1,7	1,2	1,2	1,6	1,4
KCV	-	10,1	6,6	5,4	7,0	6,1
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,0%

Quelle: 7C Solarparken AG; eigene Schätzungen

* 7C Solarparken NV (ohne COLEXON) ** COLEXON zum 09.09.14 konsolidiert

7C Solarparken AG**Peer Group-Vergleich**

in Mio. Landeswährung außer EpS	Kurs	Market Cap	EV	EBITDA			Operativer Cashflow		
				2015	2016e	2017e	2015	2016e	2017e
8Point3 Energy Partners (USD)	14,61	1.140	1.833	10,5	63,3	98,1	0,0	14,0	17,0
in % des Umsatzes				81,2%	106,3%	101,5%	-0,2%	23,6%	17,6%
Abengoa Yield (USD)	19,00	1.904	7.651	630,4	762,0	751,5	252,2	334,2	305,7
in % des Umsatzes				81,3%	78,6%	79,0%	32,5%	34,5%	32,2%
Algonquin Power & Utilities (CAD)	12,02	3.285	5.773	361,9	447,6	798,9	266,2	248,2	349,3
in % des Umsatzes				33,7%	41,3%	40,7%	24,8%	22,9%	17,8%
Boralex (CAD)	19,32	1.261	2.938	211,7	260,9	279,7	153,2	153,9	166,7
in % des Umsatzes				66,0%	68,3%	71,3%	47,7%	40,3%	42,5%
Brookfield Renewable Energy (USD)	31,41	9.299	24.867	1.185,6	1.643,4	1.821,6	369,7	514,7	582,5
in % des Umsatzes				72,0%	62,3%	62,5%	22,4%	19,5%	20,0%
Capital Stage (Euro)	6,38	529	1.320	92,8	126,1	132,8	61,0	72,3	74,5
in % des Umsatzes				79,5%	82,5%	77,5%	52,2%	47,3%	43,5%
Innergex Renewable Energy (CAD)	15,16	1.638	4.271	185,3	219,9	309,3	89,1	122,1	163,4
in % des Umsatzes				74,6%	74,1%	74,9%	35,9%	41,1%	39,6%
Northland Power (CAD)	23,85	4.077	10.087	403,9	515,9	663,9	241,1	301,6	350,8
in % des Umsatzes				55,1%	59,9%	58,6%	32,9%	35,0%	31,0%
Pattern Energy Group (USD)	24,15	2.081	4.654	240,2	284,0	365,8	136,3	148,2	180,5
in % des Umsatzes				71,5%	73,6%	71,9%	40,6%	38,4%	35,5%
Saeta Yield (Euro)	8,81	719	1.931	157,0	194,8	235,3	115,8	148,9	184,0
in % des Umsatzes				69,8%	68,8%	70,5%	51,5%	52,5%	55,1%
TerraForm Power (USD)	14,47	2.018	5.247	370,0	523,7	567,6	153,8	393,4	406,2
in % des Umsatzes				77,1%	76,4%	77,6%	32,1%	57,4%	55,6%
Transalta Renewables (CAD)	14,89	3.337	4.395	243,7	383,2	408,5	239,8	260,0	267,8
in % des Umsatzes				107,6%	139,9%	131,1%	105,9%	94,9%	86,0%
7C Solarparken AG (Euro)	2,53	107	255	24,9	25,0	27,4	13,4	15,2	17,6
in % des Umsatzes				98,2%	80,6%	82,6%	52,7%	49,0%	53,1%

Quelle: Eigene Schätzungen; Bloomberg

Schlusskurse vom 23.09.16

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorstandsvorsitzender), Hans-Bernd Wolberg (stv. Vorsitzender), Uwe Berghaus, Dr.Christian Brauckmann Lars Hille, Wolfgang Köhler, Karl-Heinz Moll, Dr. Cornelius Riese, Michael Speth Thomas Ullrich, Frank Westhoff, Stefan Zeidler

Aufsichtsratsvorsitzender: Helmut Gottschalk

Sitz der Gesellschaft: Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

Aufsicht: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

Sicherungseinrichtungen: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main 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

www.bvr.de/SE

Verantwortlich für den Inhalt: Stefan Bielmeier, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2016 Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR FINANZANALYSEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

- 1.1** Diese **Finanzanalyse** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt. **Finanzanalysen** sind **unabhängige Kundeninformationen**, die **allgemeine Anlageempfehlungen zu bestimmten Emittenten** oder **bestimmten Finanzinstrumenten** enthalten, **ohne jedoch** persönliche Anlagekriterien zu berücksichtigen.
- 1.2** Die **Pflichtangaben** für Research-Publikationen (*Finanzanalysen* und *Sonstige Research-Informationen*) sowie **weitere Hinweise, insbesondere zu Methoden, Verfahren, zur Conflicts of Interest Policy** des **DZ BANK Research** sowie **Statistiken**, können **kostenfrei** unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. als Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

- **Europäische Zentralbank** - www.ecb.europa.eu
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - www.bafin.de
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60349 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

- 3.1** **Research-Publikationen** (*Finanzanalysen* und *Sonstige Research-Informationen*) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen **Conflicts of Interest Policy** erstellt.
- 3.2** Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass
- diese Research-Publikation seine eigene unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
 - seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

4. Definitionen der Kategorien für Anlageempfehlungen in Finanzanalysen

Die **Kategorien** für **Anlageempfehlungen** in **Finanzanalysen** der DZ BANK haben für die nachfolgend bezeichneten Objekte die folgenden Bedeutungen:

4.1 Aktien:

"Kaufen" bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute *Kurssteigerung* größer ist als 5%.

"Verkaufen" bedeutet, dass der in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute *Kursverfall* größer ist als 5%.

"Halten" bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute *Kursveränderung* zwischen +5% und -5% liegt.

Diese Definitionen gelten sowohl für die **Fundamentalanalyse** als auch für die **Technische (Chart-)Analyse**. Letztere betrachtet jedoch einen deutlich kürzeren Zeitraum.

4.2 Fixed-Income-Instrumente:

Maßgebend für die Anlageempfehlung zu einem **Emittenten** ist, ob sich seine Anleihen nach der Einschätzung der DZ BANK in den folgenden sechs Monaten *besser, schlechter* oder *im Gleichschritt* mit den Anleihen vergleichbarer Emittenten bewegen können:

"Outperformer" bedeutet, es wird eine *bessere* Entwicklung für die Anleihen des Emittenten als für die Anleihen der Vergleichsemittenten erwartet.

"Underperformer" bedeutet, es wird eine *schlechtere* Entwicklung für die Anleihen des Emittenten als für die Anleihen der Vergleichsemittenten erwartet.

"Marketperformer" bedeutet, es wird erwartet, dass sich die Entwicklung der Anleihen des Emittenten *nicht wesentlich* von der Entwicklung der Anleihen der Vergleichsemittenten *unterscheiden* wird.

4.3 Kategorien für isolierte Aussagen ohne Anlageempfehlung

Aussagen über die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **vorgelagert sind, insbesondere** nach den von der DZ BANK definierten *Nachhaltigkeitskriterien*, nach ihrem definierten *Value-Ansatz*, ihrer definierten Asset Allocation (*DZ BANK Portfolio*), ihrer definierten *Branchenstrategie Euro-Stoxx (DZ BANK Sektorfavoriten)*, ihrer definierten Bewertung von *Auszahlungen an Berechtigte (DZ BANK Dividendenaristokraten)* und ihr *CRESTA-SCORE-MODELL*, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**.

Diese isolierten Aussagen *allein* können eine Anlageentscheidung noch nicht begründen. Auf die Darstellung der zugehörigen *Methoden* wird hingewiesen.

5. Vorgesehene Aktualisierungen und Geltungszeiträume von Anlageempfehlungen

5.1 Eine Pflicht zur Aktualisierung besteht nicht. Wird eine Anlageempfehlung aktualisiert, ersetzt diese Aktualisierung die bisherige Anlageempfehlung mit sofortiger Wirkung.

Ohne Aktualisierung **enden / verfallen** Anlageempfehlungen mit **Ablauf** der nachfolgend genannten **Geltungszeiträume**. Diese **beginnen** mit dem **Tag** und der **Uhrzeit** der **Publikation**.

5.2 Die Geltungszeiträume für Finanzanalysen sind bei:

Aktien:	
Fundamentalanalyse	drei Monate
Technische Analyse	eine Woche
Fixed-Income-Instrumente:	
Emittenten	sechs Monate

5.3 Die Bewertungen isolierter Aspekte ohne Anlageempfehlung

haben folgende Geltungszeiträume:

Nachhaltigkeitsanalysen:	ein Monat
Analysen nach dem Value-Ansatz:	ein Monat
Analysen zur Asset Allocation (DZ BANK Portfolio):	ein Monat
Euro-Stoxx-Branchenstrategie (DZ BANK Sektorfavoriten):	ein Monat
Dividenden (DZ BANK Dividendenaristokraten):	drei Monate

6. Gesamtübersicht über Anlageempfehlungen von Finanzinstrumenten und Emittenten

Die DZ BANK erstellt täglich eine **Gesamtübersicht** mit den aufsichtsrechtlich vorgegebenen Details **aller Anlageempfehlungen** zu Finanzinstrumenten und / oder Emittenten, die sie in den zurückliegenden **zwölf Monaten** verbreitet hat. Diese Liste kann **kostenfrei** unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden.

7. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

¹⁾¹²⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie

- 7.1 Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche **Conflicts of Interest Policy**, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser **Policy**, die **kostenfrei** unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.
- 7.2 Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch eine Closed Doors und Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem *Need-to-Know-Prinzip* kommuniziert werden.
- 7.3 Der Bereich Research und Volkswirtschaft verbreitet keine Research-Publikationen zu Emissionen der DZ BANK oder zu von Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittierten Finanzinstrumenten.
- 7.4 Die Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und die ihnen nahestehenden Personen dürfen grundsätzlich nicht unbeschränkt in Finanzinstrumente investieren, die von ihnen durch **Finanzanalysen** gecovert werden. Für Rohstoffe und Währungen hat die DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von **Sonstigen Research-Publikationen** ausschließt.
- 7.5 Insbesondere durch die in Absatz 7.2 bezeichneten und die weiteren in der **Policy** dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.
- 7.6 Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.
- 7.7 Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.
- 7.8 Die **vierteljährliche Angabe** über den Anteil der in **Absätzen 4.1** und **4.2** genannten Anlagekategorien für **Aktien** und **Fixed-Income-Instrumente** an der Gesamtzahl der Anlageempfehlungen der DZ BANK sowie die **Angabe** des Anteils dieser Kategorien, der auf Emittenten entfällt, gegenüber denen die DZ BANK in den **vergangenen zwölf Monaten** Dienstleistungen nach Anhang I Abschnitte A und B der Richtlinie 2014/65/EU erbracht hat, kann **kostenfrei** unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden.
- 7.9 Die nachfolgenden **Definitionen** erläutern die nach den aufsichtsrechtlichen Bestimmungen anzugebenden potenziellen Interessenkonflikte (sogenannte **Hochziffern**) der DZ BANK und / oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe in Bezug auf die in einer Finanzanalyse analysierten Emittenten und / oder Finanzinstrumente:
- 1) Die DZ BANK verfügt über eine **Netto-Long-Position** von mehr als 0,5% bezogen auf das insgesamt ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.
 - 2) Die DZ BANK verfügt über eine **Netto-Short-Position** von mehr als 0,5% bezogen auf das gesamte ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.
- 3) Die DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen verfügt rechtlich oder wirtschaftlich über eine **Beteiligung von 1% oder mehr** bezogen auf die von dem Emittenten ausgegebenen Eigenkapitalinstrumente.
 - 4) Der Emittent hält mehr als 5% des insgesamt ausgegebenen Aktienkapitals der DZ BANK.
 - 5) Die DZ BANK, eines ihrer Gruppenunternehmen oder eine natürliche oder juristische Person, die vertraglich in die Erstellung von Anlageempfehlungen eingebunden ist, ist zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Studie als **Market Maker, Designated Sponsor** und / oder **Liquidity Provider** für Finanzinstrumente des Emittenten tätig.
 - 6) Die DZ BANK, eines ihrer Gruppenunternehmen oder eine natürliche oder juristische Person, die vertraglich in die Erstellung von Anlageempfehlungen eingebunden ist, war in den letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Studie als **Manager** oder **Co-Manager** eines **privaten und / oder öffentlichen Angebots** für Finanzinstrumente des Emittenten tätig.
 - 7) Der Emittent ist oder war in den letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Studie **Kunde** der DZ BANK für Dienstleistungen des **Investmentbanking**.
 - 8) Die DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen hat in den zurückliegenden 12 Monaten von dem Emittenten eine **Vergütung** für Dienstleistungen des **Investmentbanking** erhalten.
 - 9) Die DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen erwartet oder beabsichtigt, in den nächsten 3 Monaten von dem Emittenten eine **Vergütung** für Dienstleistungen des **Investmentbanking** zu erhalten oder geltend zu machen.
 - 10) Der Emittent ist oder war **Kunde** der DZ BANK, eines ihrer Gruppenunternehmen oder einer natürlichen oder juristischen Person, die vertraglich in die Erstellung von Anlageempfehlungen eingebunden ist oder war, für **wertpapierbezogene Dienstleistungen**, wie sie insbesondere, mit Ausnahme des Investmentbanking, in den Abschnitten A und B des Anhangs I zur Richtlinie 2014/65/EU genannt sind, wobei sich aus der zugrunde liegenden Vereinbarung in letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse entweder eine Verpflichtung zur Zahlung oder ein Recht zum Erhalt einer Vergütung ergab.
 - 11) Der Emittent ist oder war in letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse **Kunde** der DZ BANK für **nicht-wertpapierbezogene Dienstleistungen**.
 - 12) DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen hat mit dem Emittenten eine **Vereinbarung** über die **Erstellung von Anlageempfehlungen** über von ihm emittierte Finanzinstrumente geschlossen.
- ## 8. Nutzung von Finanzanalysen
- ### 8.1 Adressaten
- Finanzanalysen** der DZ BANK richten sich ausschließlich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Sie sind daher grundsätzlich **nicht für Privatkunden** geeignet, es sei denn, eine Finanzanalyse ist **ausdrücklich** als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet. Finanzanalysen werden von der DZ BANK erstellt und von der DZ BANK für die Verteilung an die vorgenannten Adressaten in **Deutschland** sowie unter den in **Absatz 8.4** und **8.5** genannten **Bedingungen zusätzlich in den beiden dort genannten Ländern** genehmigt. Eine Weitergabe von Finanzanalysen an Privatkunden in Deutschland erfolgt in der Regel durch die örtliche Volksbank Raiffeisenbank oder Kooperationsbank.
- ### 8.2 Wesentliche Informationsquellen
- Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen. Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind: Informations- und Datendienste (z. B. Reuters, Bloomberg, VWD, FactSet, Markit), zugelassene Rating-Agenturen (z.B. Standard & Poors, Moody's, Fitch, DBRS), Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachli-

¹⁾⁻¹²⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie

che, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

8.3 Keine individuelle Anlageempfehlung

Eine Research-Publikation kann und soll ein für eine Investition erforderliches Wertpapierprospekt und / oder eine fachkundige Anlageberatung keinesfalls ersetzen. Sie kann daher nicht alleinige Grundlage für die Entscheidung über eine Investition sein.

8.4 Nutzungsbeschränkungen im Ausland

Diese Research-Publikation darf **ausschließlich** von den in **Absatz 8.5** jeweils genannten Unternehmen in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** oder in die **Republik Singapur** gebracht und in diesen Ländern nach den dort für sie geltenden Bestimmungen genutzt werden.

Vereinigte Staaten von Amerika (USA)

Die DZ BANK nutzt in den USA nach *Part 240 - General Rules and Regulations, Rule 15a-6 des Securities Exchange Act 1934* eine Ausnahme von der Registrierungspflicht für bestimmte ausländische Broker oder Händler. Nach dieser Rule darf sie unter **bestimmten** Voraussetzungen **ausschließlich 'major U.S. institutional investors'** Research-Publikationen zur Verfügung stellen und mit ihnen Transaktionen über die darin genannten Wertpapiere schließen.

Zu diesem Zweck hat die DZ BANK einen Kooperationsvertrag mit Auerbach Grayson and Company LLC., 25 West 45th Street, New York, NY 10036 (Auerbach Grayson) geschlossen. Die vorgenannten Transaktionen über Wertpapiere werden nach Rule 15a-6 (a) (3) ausschließlich zwischen **Auerbach Grayson** und den **'major U.S. institutional investors'** geschlossen. Der DZ BANK ist es insbesondere **nicht** erlaubt, auf andere Weise Transaktionen mit diesen Investoren anzubahnen oder abzuschließen, insbesondere ist es ihr nicht erlaubt, Kontakt mit den vorgenannten oder anderen Investoren in den USA aufzunehmen oder ihnen in den Research-Publikationen als Partner zum Abschluss von Transaktionen Auerbach Grayson zu empfehlen.

Die Research-Publikation darf daher ausschließlich von der DZ BANK über Auerbach Grayson, **nicht aber von anderen Personen**, in die USA gebracht und dort ausschließlich an **'major U.S. institutional investors'** weitergegeben und von ihnen ausschließlich in dem bezeichneten Sinne genutzt werden.

Diese Research-Publikation wurde in der Bundesrepublik Deutschland nach dem dort geltenden Recht verfasst. Daher wurden möglicherweise nicht alle in den USA geltenden Bestimmungen über die Erstellung von Research Reports eingehalten.

Republik Singapur

Die DZ BANK nutzt durch die **DZ BANK Singapore Branch**, die nach Cap.110 des Financial Advisors Act (FAA) sowie Regulation 33 der Financial Advisors Regulation (FAR) für **'Financial Advisory Services Type 2'** lizenziert ist, die Ausnahme für 'Foreign Research Houses' nach Regulation 32C (1) der FAR, um bestimmte, nach **FAS Type 2** zugelassene Research-

Publikationen durch **DZ BANK Singapore Branch** **ausschließlich** an **'accredited investors'**, **'expert investors'** oder **'institutional investors'** weiterzugeben.

Diese Research-Publikation darf daher ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, **nicht aber von anderen Personen**, in die Republik Singapur gebracht und dort ausschließlich an **'accredited investors'**, **'expert investors'** oder **'institutional investors'** weitergegeben werden. Empfänger dieser Research-Publikation in Singapur wenden sich in allen Angelegenheiten mit Bezug zu dieser Research-Publikation ausschließlich an die DZ BANK Singapore Branch.

Diese Research-Publikation wurde in der Bundesrepublik Deutschland nach dem dort geltenden Recht verfasst. Daher wurden möglicherweise nicht alle in Singapur geltenden Bestimmungen über die Erstellung von Research-Publikationen eingehalten. Sie ist nur für die allgemeine Information der vorgenannten Investorengruppen in Singapur durch die DZ BANK Singapore Branch bestimmt. **Diese Research-Publikation berücksichtigt nicht die individuellen Anlageziele, finanziellen Gegebenheiten und persönlichen Notwendigkeiten einer bestimmten Person.** Zur Beurteilung der Geeignetheit eines hierin genannten Finanzinstruments für einen bestimmten Anleger muss vor einer Investition ein sachkundiger Anlageberater konsultiert werden, der die individuellen Voraussetzungen für eine konkrete Investition prüft.

8.5 Ansprechpartner der DZ BANK im Ausland

Die folgenden Ansprechpartner trifft keine Pflicht zur Aktualisierung der Research-Publikation. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen auch der Emittenten informieren. **in den Vereinigten Staaten von Amerika (USA):** Auerbach Grayson and Company LLC., 25 West 45th Street, New York, NY 10036

Auerbach Grayson and Company LLC. ist ein in den USA registrierter Broker und Dealer und unabhängiger Geschäftspartner der DZ BANK, der die Voraussetzungen nach Part 240 - General Rules and Regulations, Rule 15a-6 (a) (3) des Securities Exchange Act 1934 erfüllt.

in der Republik Singapur:

DZ BANK AG Singapore Branch, 50 Raffles Place #43-01, Singapore Land Tower, Singapore 048623

Die DZ BANK AG Singapore Branch ist eine rechtlich unselbstständige Zweigniederlassung der DZ BANK.

9. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

Ausführliche Darstellungen der vom DZ BANK Research genutzten allgemein anerkannten sowie selbst entwickelten Methoden und Verfahren können kostenfrei unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden.

¹⁾⁻¹²⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie

III. DISCLAIMER

1. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an Geeignete Gegenparteien sowie professionelle Kunden. Es ist daher grundsätzlich nicht für Privatkunden geeignet, es sei denn, es ist ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet.

Es wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland („DZ BANK“) erstellt und von der DZ BANK für die ausschließliche Verteilung an die vorgenannten Adressaten in Deutschland genehmigt.

Ist dieses Dokument in Absatz 1.1 der Pflichtangaben ausdrücklich als ‚Finanzanalyse‘ bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

In die Republik Singapur darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, ‚expert investors‘ oder ‚institutional investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

In die Vereinigten Staaten von Amerika (USA) darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK und über Auerbach Grayson, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚major U.S. institutional investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt 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, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen.

2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK.

Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.

3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.

Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kursenerwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten.

Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können.

Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden.

Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren.

Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.

4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat

aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen. Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.
6. Die Informationen und Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle 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. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte 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 Emittenten oder dritter Parteien überein. Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.
7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices Limited

Weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

¹⁾⁻¹²⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie

Seitens Markt besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten.

Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder Markt noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich

Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

Kapitalmärkte Institutionelle Kunden	Bereichsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 62	H.-Theo Brockmann
Vertrieb Finanzinstitutionen	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 45 36	Norbert Schäfer
	Gruppenleiter Vertrieb Banken/Zentralbanken	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 70	Lars Carlsen
	Gruppenleiter Vertrieb Institutionelle	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 24 20	Tilo Sperling
	Gruppenleiter Vertrieb Regionalkunden	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 32	Jörn Schneider
	Vertrieb Asien Institutionelle Süd	+65 – 65 80 – 16 24	Anand Subramanian
	Vertrieb Asien Institutionelle Nord	+852 – 2 86 43 – 1 82	Li Zhiming
VRB Eigengeschäft Vertrieb	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 14 7	Torsten Merkle
	Zentraler Vertrieb	+49 – (0)69 – 74 47 – 29 99	Sven Köhler
	Vertrieb Nord/Ost	+49 – (0)511 – 99 19 – 44 5	Carsten Bornhuse
	Vertrieb Bayern	+49 – (0)89 – 21 34 – 30 45	Mario Zollitsch
	Vertrieb Südwest	+49 – (0)69 – 74 47 – 46 60	Norbert Mayer
	Vertrieb West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 34	Kay Böckmann
	Produktmanagement	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 03 10	Bernd Rohleder
GenoBanken Gesamtbanksteuerung	Gesamtbanksteuerung Zentral, Süd	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 56	Dr. Reinhard Mathweis
	Gesamtbanksteuerung West, Nord/Ost	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	André Wöllenweber
	Beratung Gesamtbanksteuerung Nord/Ost	+49 – (0)30 – 20 24 1- 47 0	Bernd Juhnke
	Beratung Gesamtbanksteuerung Bayern	+49 – (0) 89 -21 34- 20 69	Klaus Pfeffer
	Beratung Gesamtbanksteuerung Südwest	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 15	Ralf Anacker
	Beratung Gesamtbanksteuerung Zentral/Mitte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 04 86	Kristian Mainert
	Beratung Gesamtbanksteuerung West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	Henrik Bernds
Firmenkunden	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 23 69	Roland Weiß
	Gruppenleiter Geldmarkt- und Wertpapieranlagen	+49 – (0)69 – 74 47 – 18 50	Hans-J. Gretscher
	Gruppenleiter Kundenhandel/ Services Zins und FX	+49 – (0)69 – 74 47 – 43 54	Klaus Langer
	Gruppenleiter Derivative Solutions Zins und FX	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 00	Tobias Strumpel
	Gruppenleiterin Vertrieb Mittelstand Zins und FX	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 26	Evelyne Thiesen
	Gruppenleiter Vertrieb Mittelstand Zins und FX, West	+49 – (0)2 11 – 7 78 – 21 55	Ralf Vogt
Emittenten	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 49 97	Arnold Fohler
	Gruppenleiter Emittenten Inland	+49 – (0)69 – 74 47 – 48 00	Jörg Müller
	Gruppenleiter Emittenten Ausland	+49 – (0)69 – 74 47 – 17 10	Kai-Henning Poerschke
	Gruppenleiterin Emittenten Unternehmen	+49 – (0)69 – 74 47 – 71 45	Bettina Streiter
	Gruppenleiter MTN-Desk	+49 – (0)69 – 74 47 – 28 11	Friedrich Luthlen
Treasury	Gruppenleiter Liquidität Verbund	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 88	Marianne Höhler
Kapitalmärkte Privatkunden	DZ BANK Produkte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 26 00	wertpapiere@dzbank.de
Equity Sales	Kai Böckel	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 28	kai.boeckel@dzbank.de
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	Marina Semmler	+49 – (0)69 – 74 47 – 13 81	marina.semmler@dzbank.de
Derivatives Sales	Berthold Grünebaum	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 91 95	berthold.gruenebaum@dzbank.de
Depot A Sales Aktien, Rohstoffe	Sven Köhler	+49 – (0)69 – 74 47 – 78 71	sven.koehler@dzbank.de
Sales Drittmarkt (In- und Ausland)	Markus Reitmeier	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 23 67	markus.reitmeier@dzbank.de
Aktienanleihen/Discountzertifikate	Max Wirsching	+49 – (0)69 – 74 47 – 70 35	maximilian.wirsching@dzbank.de

ZUGANG ZU DZ RESEARCH (KONTAKT LARS.WOHLERS@DZBANK.DE)

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