

# AKTIENBRIEF

Eine Publikation der DZ BANK und der WGZ BANK  
Ausgabe 15 / 20. April 2012



Überreicht durch  
**Volksbank Schnathorst eG**

Zuständige Aufsichtsbehörde:  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

## DIE KRIENPOLITIK DER EZB BLEIBT UNVERÄNDERT

Die Kurse an den Aktienmärkten haben zuletzt zwar konsolidiert, die Äußerungen des EZB-Ratspräsidenten Draghi boten ihnen aber Unterstützung. Europas oberster Währungshüter hat neuerlichen Diskussionen über einen Ausstieg der Zentralbank aus der Krisenpolitik

einen Riegel vorgeschoben. „Wenn man sich die gegen-

### Diskussion um Ausstieg der EZB verfrüht

wärtigen Bedingungen in der Wirtschaft und die historisch hohe Arbeitslosigkeit anschaut, ist jede Diskussion um eine Ausstiegstrategie verfrüht.“ Zuvor hatten einige Mitglieder des EZB-Rats erklärt, es sei an der Zeit darüber nachzudenken, wie die Notenbank ihre Rundumversorgung für das Bankensystem wieder zurückfahren wolle. Draghi äußerte sich zufrieden, dass die zusammen eine Billion Euro umfassenden Liquiditätsspritzen wirken, die die EZB den notleidenden Banken in den vergangenen Monaten verabreichte. Es habe sich gezeigt, dass dieses Instrument eine „machtvolle“ Waffe sei. Diese habe eine Kreditklemme verhindert und werde ihre volle Wirkung erst noch entfalten. Manche Sorgen, dass die Geldschwemme eigentlich längst bankrotte Banken künstlich am Leben halte, teilte er nicht. Der EZB-Ratspräsident sieht keine Anzeichen, dass Banken komplett von der EZB abhängen. Das Geld der EZB habe hingegen allen Finanzinstituten Zeit verschafft. Einzig im Falle Griechenlands müsse überprüft werden, welche der dortigen Finanzinstitute noch überlebensfähig sein werden. Draghi machte allerdings klar,

dass die EZB gegebenenfalls schnell handeln werde, sollten Inflationsgefahren aufziehen. Es sei wichtig im „Hinterkopf“ zu behalten, dass alle unkonventionellen Maßnahmen vorübergehender Natur seien. Es stünden zudem alle nötigen Instrumente bereit, um Aufwärtsrisiken für die Teuerung entschieden und zeitnah zu bekämpfen. In der Bevölkerung ist hingegen die Furcht vor einer Inflation zuletzt weiter gestiegen. So geben 64% der von Institut für Demoskopie Allensbach Befragten an, dass ihr Geld immer weniger wert sei und alles teurer werde. So hoch war der Prozentsatz der Verunsicherten seit der Lehman-Pleite nicht mehr. Die Zahlen des Bundesamts für Statistik sprechen jedoch gegen mögliche Hochpreisszenarien. Im März lagen die Preise um 2,7% höher als im Vorjahresmonat. Rechnet man die Preissteigerung bei der Energie heraus, lag die Teuerungsrate bei 1,6%. Auch auf den Finanzmärkten ist von der Preispanik der Verbraucher

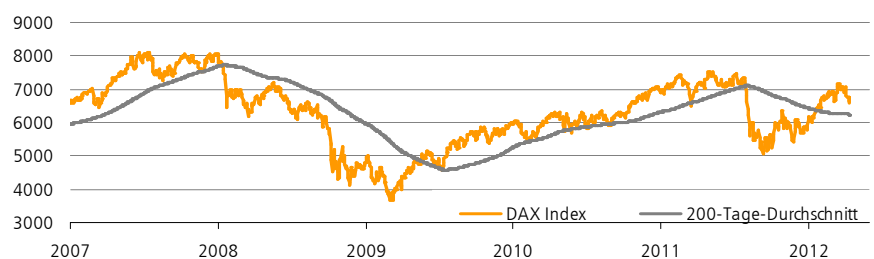
wenig zu spüren. Inflationsgeschützte Anleihen preisen für die kommenden fünf Jahre eine Teuerung von nur knapp über zwei Prozent ein. Auch andere Indikatoren weisen in dieselbe Richtung. So stagniert die Kreditvergabe der europäischen Banken auf einem sehr niedrigen Niveau und die Geldmenge M3 ist im Euroraum nur um 2,8% gestiegen. 2012 wird die Teuerung nach Ansicht der EZB wegen steigen-der Benzinpreise und in einigen Ländern höherer Steuern über der 2%-Marke

### Teuerung in 2013 wieder unter 2%

bleiben. Draghi rechnet damit, dass das EZB-Ziel einer Teuerungsrate unterhalb von 2% Anfang des kommenden Jahres erreicht und mittelfristig eingehalten werden kann. Vor diesem Hintergrund hat die EZB sogar noch Spielraum, den Leitzins zu senken. Diese Perspektive sollte die Kursentwicklung an den Aktienmärkten in den nächsten Monaten stützen.

### DAX-INDEX

Stand am 17.04.2012: 6.801 Punkte



Quelle: Datastream

Hinweis: Aussagen zu früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen von Finanzinstrumenten, Finanzindizes oder Wertpapierdienstleistungen stellen keinen verlässlichen Indikator für künftige Wertentwicklungen dar. Eine Gewähr für den zukünftigen Kurs, Wert oder Ertrag eines in diesem Dokument genannten Finanzinstruments, Finanzindex oder einer Wertpapierdienstleistung kann daher nicht übernommen werden.

DAX-Wert

# RWE<sup>4)5)</sup> LEGT BASIS FÜR LANGFRISTIGES WACHSTUM

Der Essener Energiekonzern zählt zu den führenden europäischen Strom- und Gasversorgern. RWE ist vornehmlich in Deutschland, Großbritannien und in den Niederlanden sehr gut aufgestellt. Ferner erschließt sich das Unternehmen neue Märkte, derzeit vor allem die Türkei. Hinsichtlich der Bereiche gewinnen die erneuerbaren Energien – vor allem die Windkraft – an Bedeutung.

## GESCHÄFTSJAHR 2011 IM RAHMEN

Im Geschäftsjahr 2011 war RWE stark von der Atomwende in Deutschland betroffen. Folglich hat der Energiekonzern ein schwaches Zahlenwerk vorgelegt, das dennoch die Erwartungen des Marktes leicht übertraf. So sank der Umsatz um 3% auf 51,7 Mrd. Euro. Das EBITDA ließ um 17,5% auf 8,5 Mrd. Euro nach und das EBIT um nahezu ein Viertel auf 5,8 Mrd. Euro; beide Kennzahlen lagen jedoch 200 Mio. Euro oberhalb der Markterwartungen. Auch die Unternehmensprognosen für den laufenden Turnus und das Geschäftsjahr 2013 fielen besser aus als bisher erwartet. Dabei hat uns insbesondere die Zielvorgabe hinsichtlich des EBITDA, im Geschäftsjahr 2013 einen Wert von rund 9,0 Mrd. Euro zu erreichen, positiv überrascht.

## CHANCEN

- + Spürbares Anziehen der Gasnotierungen am Spotmarkt
- + Neuverhandlungen der langfristigen Gasverträge
- + Ausbau der Sparte Erneuerbare Energien eröffnet schrittweise interessantes Wachstumspotenzial
- + Kurserholung bei den deutschen Strom-Futures

## RESTRUKTURIERUNGSPLAN IN KRAFT

Die Nettoverschuldung verharrte 2011 mit 12,2 Mrd. Euro auf einem unverändert hohen Niveau. Um die finanzielle Stärke und das langfristige Wachstum des Unternehmens sicherzustellen, passt RWE die Strategie an. Dabei steht der Schuldenabbau an erster Stelle, im Zuge dessen sich RWE von allen Aktivitäten trennen will, die nicht zum Kerngeschäftsfeld gerechnet werden. Von dem geplanten Verkaufsumfang von 7 Mrd. Euro sind bereits 1,5 Mrd. Euro umgesetzt; als nächste Verkaufsposition zeichnet sich Net4Gas ab, ein in Tschechien tätiger Gaspipelinebetreiber. Darüber hinaus plant RWE, bis zum Jahr 2014 Investitionen im Umfang von 16 Mrd. Euro zu tätigen. Davon soll die Hälfte für Wachstum und Effizienzsteigerungen verwendet werden. Etwa 1 Mrd. Euro sollen jährlich in den Ausbau der erneuerbaren Energien sowie die Öl- und Gasförderung fließen; der Rest entfällt

## RISIKEN

- Scheitern der Verhandlungen über Neugestaltung der langfristigen Gasverträge
- Rückgang der Stromerzeugerpreise in Deutschland
- Dritte Phase beim Emissionshandel (ab 2013) führt wahrscheinlich zu hohen Mehrbelastungen

auf die regionale Expansion, vornehmlich auf den Wachstumsmarkt Türkei. Hinsichtlich der erneuerbaren Energien plant RWE, vor allem die Offshore-Windkraftanlagen auszubauen, ein geringerer Teil ist für Onshore-Anlagen sowie Biomassekraftwerke vorgesehen. Ferner beabsichtigt RWE, durch Effizienzsteigerungen in den Konzernstrukturen, bei Projektkosten und durch den Abbau von 8.000 Stellen bis Ende 2012 Kosten von 1,5 Mrd. Euro einzusparen. Mit dem „RWE Projekt 2015“ will die Gesellschaft ihre Kosten bis 2015 um eine weitere Milliarde Euro reduzieren, davon drei Viertel im Jahr 2013 und den Rest im Jahr 2014. Zudem sind Kapitalmaßnahmen geplant, um die Bilanzstruktur zu verbessern. Bereits im Dezember 2011 hatte RWE das Eigenkapital im Rahmen einer Kapitalerhöhung um 2,1 Mrd. Euro erhöht.

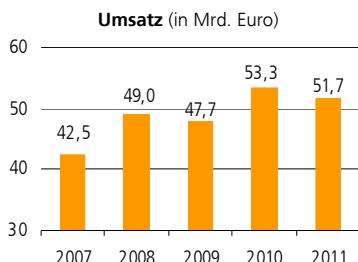
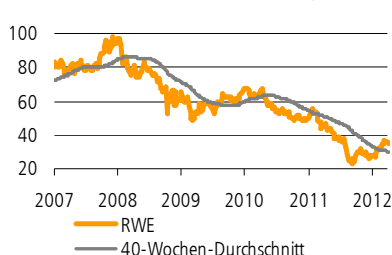
## GUT VORBEREITET

Für 2012 ist das Management zuversichtlich, einschließlich der geplanten Verkäufe das Niveau des Vorjahres halten zu können. Dabei bleibt jedoch zu berücksichtigen, dass das von zuvor 11 Mrd. Euro auf nunmehr 7 Mrd. Euro reduzierte Verkaufsziel auf eine inzwischen entspanntere Situation hindeutet. Zusammen mit dem Restrukturierungsprogramm „RWE Projekt 2015“ bestätigt dies unseren Eindruck, dass RWE nach den Atomausstiegsbeschlüssen des vergangenen Jahres auf einem guten Weg ist. Auf Basis der im Branchenvergleich attraktiven Bewertung bestätigen wir unsere Kaufempfehlung für die Aktie von RWE, deren fairen Wert wir bei 42 Euro sehen.

RWE	Xetra-Schlusskurs am 17.4.2012: 35,76 Euro		Branche: ISIN:	Versorger DE 000 703712 9	↗
Jahr <sup>1)</sup>	Umsatz in Mrd.**)	Ergebnis je Aktie**)	KGW	Dividende je Aktie**)	Dividendenrendite
2010	53,3	6,18	5,8	3,49	9,8%
2011	51,7	3,35	10,7	2,00	5,6%
2012e	52,7	3,44	10,4	2,10	5,9%
2013e	54,0	3,84	9,3	2,20	6,2%

Fairer Wert je Aktie: 42 Euro

Marktkapitalisierung: 21,98 Mrd. Euro • Streubesitz: 83,9% • Dividendentermin: 20.4.2012  
Zwischenbericht: 10.5.2012 • Vergleichswerte: E.ON, Electricité de France, Enel, GDF Suez



<sup>1)</sup>Geschäftsjahresende zum 31.12. <sup>2)</sup>Alle Angaben in Euro  
Quellen: DZ BANK, Datastream, Unternehmensangaben

## RATING-HISTORIE

Empfehlung	Datum	Kurs
Kaufen	18.1.2012	28,90 Euro
Kaufen	20.7.2011	35,99 Euro

MDAX-Wert

# SALZGITTER<sup>5)</sup> ZURÜCK AUF KURS

Salzgitter zählt mit einer Rohstahlproduktion von rund 7 Millionen Tonnen pro Jahr zu den mittelgroßen Stahlkonzernen Europas. Bei den Großrohren nimmt die Gesellschaft eine weltweit führende Stellung ein. Die Gruppe umfasst 200 nationale und internationale Tochter- und Beteiligungsgesellschaften und beschäftigt weltweit 24.000 Mitarbeiter.

## SOLIDES GESCHÄFTSJAHR 2011

Salzgitter hat das Geschäftsjahr 2011 mit einem insgesamt erfreulichen Zahlenwerk beendet. Demnach stieg der Umsatz im Vergleich zum Vorjahr um über 18% auf 9,84 Mrd. Euro. Das Vorsteuerergebnis vervierfachte sich nahezu auf 202 Mio. Euro nach 49 Mio. Euro ein Jahr zuvor; hierzu trug die Beteiligung an dem Kupferproduzenten Aurubis mit 74 Mio. Euro einen substantiellen Teil bei. Der Jahresüberschuss konnte nach 30 Mio. Euro im Vorjahr auf 236 Mio. Euro sogar verachtfacht werden, dank positiver Steuereffekte infolge der Neuausrichtung der Konzernstruktur. Hinsichtlich der Unternehmensbereiche überzeugten vor allem das Geschäftsfeld Röhren sowie der Handel. Für den laufenden Turnus hat das Management bislang

## CHANCEN

- + Weitere Stahlpreiserhöhungen
- + Jüngst erfolgter Managementwechsel
- + Ausbau des Nicht-Stahlgeschäfts / wertsteigernde Zukäufe
- + Forcierung der Internationalisierung

jedoch nur eine vorsichtige Prognose abgegeben. So macht das Unternehmen die Geschäftsentwicklung im Geschäftsjahr 2012 vorwiegend von dem wirtschaftlichen Umfeld abhängig. Kommt es jedoch zu keiner deutlichen Rezession, so ist das Management davon überzeugt, den Umsatz auf dem Niveau von 2011 stabil zu halten und ein positives Vorsteuerergebnis auszuweisen. Angesichts des erwartungsgemäß schwachen Starts 2011 sei das Erreichen des Vorjahresergebnisses herausfordernd.

## POSITIVE VORZEICHEN

Insgesamt jedoch gestaltet sich die Situation zunehmend positiv. So weist die Gesellschaft eine überaus solide Bilanz aus und ist in finanzieller Hinsicht stabil aufgestellt – beides in wirtschaftlich angespannten Zeiten unerlässlich. So beträgt die Eigenkapitalquote knapp 46% und die Nettofinanzposition beläuft sich auf mehr als 500 Mio. Euro. Ferner zeichnet sich auch in der

## RISIKEN

- Konjunkturertrübung
- Zyklische Schwankungen der Endmärkte
- Wechselkursentwicklung
- Preisentwicklung bei Energie und Rohstoffen
- Beschaffungsrisiken

allgemeinen Stahlproduktion eine Erholung ab. Die Experten der Wirtschaftsvereinigung Stahl (siehe auch Seite 6) sind zuversichtlich, dass es im zweiten Quartal 2012 zu einer anhaltenden Erholung kommt und die Rohstahlproduktion auf Sicht des Gesamtjahres das Vorjahresniveau von rund 44 Millionen Tonnen erreichen sollte. Diese Entwicklung ist umso erfreulicher, als die wichtigsten Abnehmerbranchen im zweiten Halbjahr 2011 aufgrund der unsicheren konjunkturellen Lage weniger bestellten. In der Folge war die Nachfrage nach Stahl merklich gesunken und die Preise hatten entsprechend nachgegeben.

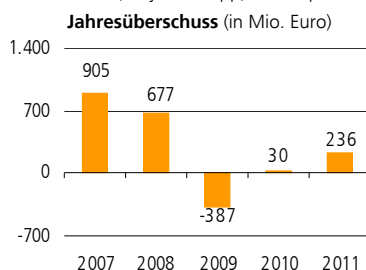
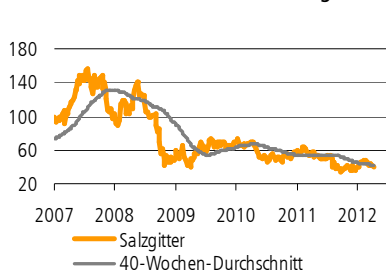
## GÜNSTIGE BEWERTUNG

Wir gehen davon aus, dass die Aktie in nächster Zeit von der erwarteten Konjunkturerholung profitieren wird. Zudem sollte sich das Trägergeschäft erholen. Der Mitte Februar bekannt gegebene Ichthys-Großauftrag (410.000 Tonnen Stahlrohre für den Erdgastransport an die Küste Australiens) ist ebenfalls positiv hervorzuheben, da er die Auslastung der Großrohrwerke der Europipe Gruppe für die kommenden Monate sichert und Planungssicherheit gewährt. Auch die eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen sowie die Verbuchung margenstärkerer Aufträge bei der Konzerntochter KHS (Verpackungstechnologie) sollten es ermöglichen, die operativen Resultate in den kommenden Quartalen kontinuierlich zu steigern. Insgesamt überzeugt die Aktie unseres Erachtens mit einem im Branchenvergleich sehr günstigen Bewertungsprofil. Auch die guten Bilanzrelationen sowie den hohen Deutschlandanteil von 50% erachten wir als wichtige Pluspunkte. Damit sprechen wir eine Kaufempfehlung für die Aktie von Salzgitter aus, deren fairen Wert wir bei 48 Euro sehen.

Salzgitter	Xetra-Schlusskurs am 17.4.2012: 40,58 Euro		Branche: ISIN:	Grundstoffe DE 000 620200 5	↗
Jahr <sup>1)</sup>	Umsatz in Mrd.**)	Ergebnis je Aktie**)	KGV	Dividende je Aktie**)	Dividendenrendite
2011	9,84	4,31	9,4	0,45	1,1%
2012e	9,94	2,34	17,3	0,50	1,2%
2013e	10,34	4,11	9,9	0,80	2,0%
2014e	10,75	4,78	8,5	1,00	2,5%

Fairer Wert je Aktie: 48 Euro

Marktkapitalisierung: 2,44 Mrd. Euro • Streubesitz: 63,5% • Dividendentermin: 25.5.2012  
Zwischenbericht: 15.5.2012 • Vergleichswerte: Arcelor Mittal SA, ThyssenKrupp, Voestalpine



<sup>1)</sup>Geschäftsjahresende zum 31.12.      <sup>2)</sup>Alle Angaben in Euro  
Quellen: DZ BANK, Datastream, Unternehmensangaben

MDAX-Wert

# FRAPORT<sup>5)</sup> KANN NACHTFLUGVERBOT VERSCHMERZEN

Fraport ist eines der führenden Unternehmen im Airport-Business. Am Frankfurter Flughafen und weiteren national wie international gelegenen Standorten bietet die Gesellschaft die gesamte Bandbreite an Produkten und Dienstleistungen im Flughafengeschäft; vom Betrieb der Start- und Landebahnsysteme über die Flugzeugabfertigung und Gepäckbeförderung bis hin zum Frachtservice.

## ERFOLGREICHES GESCHÄFTSJAHR

Im Jahr 2011 wurden über den Frankfurter Flughafen mehr als 56 Millionen Passagiere und 2,2 Millionen Tonnen Luftfracht/post befördert. Die Geschäfte entwickelten sich trotz des schwierigen und von zunehmenden Unsicherheiten geprägten Umfelds für Fraport erfolgreich. Auf Konzernebene stiegen die Umsatzerlöse aufgrund des erhöhten Verkehrsvolumens um 8,0% auf 2,37 Mrd. Euro. Der in Relation zur Umsatzentwicklung unterproportionale Aufwandsanstieg trieb das Betriebsergebnis vor (EBIT) und nach Abschreibungen (EBITDA) auf Rekordniveaus. Das Konzern-EBITDA kletterte auf 802 Mio. Euro, ein Plus von 12,9%. Die EBITDA-Marge verbesserte sich um 1,4 Prozentpunkte auf 33,8%. Das Konzern-EBIT

### CHANCEN

- + Megatrends wie Globalisierung und Outsourcing unterstützen das Passagierwachstum
- + Ausbau der Flughafenkapazität
- + Deutliche Erweiterung der Einzelhandelsflächen in Flughäfen
- + Wirtschaftliche Erholung sorgt für weiteres Passagierwachstum

### RISIKEN

- EU-Richtlinie zur Flughafenregulierung erhöht den Wettbewerbsdruck
- Exogene Schocks führen zu rückläufigen Passagierzahlen
- Baumaßnahmen dauern länger als geplant und führen zu höheren Kosten
- Flughäfen in anderen Regionen der Welt ändern Passagierströme in Europa

ist um 15,2% auf 497 Mio. Euro gestiegen. Dennoch konnten die Ergebniszahlen die Annahmen des Marktes nicht ganz erreichen. Fraport will trotz des geringeren Nettoergebnisses die Dividende mit 1,25 Euro je Aktie stabil halten.

### ENTSCHEIDUNG: NACHFLUGVERBOT

Das abgelaufene Geschäftsjahr stellte mit der Inbetriebnahme der neuen Landebahn am Standort Frankfurt einen Meilenstein in Richtung Zukunft dar. Zu Beginn dieses Monats hat das Bundesverwaltungsgericht jedoch entschieden, dass es zwischen 23.00 Uhr und 05.00 Uhr wohl keine Starts und Landungen am Flughafen Frankfurt geben dürfte (statt der bisher in diesem Zeitfenster vom Land Hessen genehmigten 17 Flüge). Zudem muss die Zahl der Flüge in den Randstunden (zwischen 5 Uhr und

6 Uhr sowie zwischen 22 Uhr und 23 Uhr) von 150 auf 133 reduziert werden. Während das Nachtflugverbot aus Sicht des Managements verschmerzbar ist, seien die Flüge in den Randstunden aber unverzichtbar. Positiv für Fraport ist die gleichzeitig ergangene Feststellung des Gerichts, dass die neue Landebahn rechtmäßig in Betrieb genommenen und Klagen gegen den Feststellungsbeschluss verworfen wurden.

### VORSICHTIGER AUSBLICK

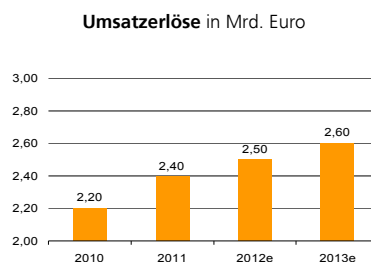
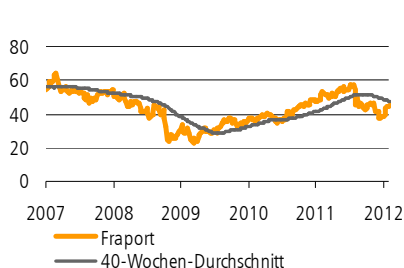
Langfristige Luftverkehrsprognosen gehen für die nächsten 10 bis 15 Jahre von einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum des weltweiten Passagieraufkommens um 4% aus. Für Frankfurt wird vor allem aufgrund von Streiks im Februar mit einem Verkehrswachstum in diesem Jahr von unter 4% gerechnet. Mit Blick auf die erwartete Verkehrsentwicklung wird 2012 ein Konzernumsatz von über 2,5 Mrd. Euro prognostiziert. Trotz belastender Streikereffekte stellt Fraport einen Anstieg des Konzern-EBITDA von mindestens 5% in Aussicht, während das Nettoergebnis auf Höhe des Vorjahressniveaus erwartet wird. Der aktuelle Ausblick des Managements für 2012 fällt unserer Meinung nach etwas zu vorsichtig aus, was allerdings zu Beginn eines Jahres üblich ist. Unsere Schätzung für die operative Entwicklung 2012 (EBITDA: plus 9%) liegt im Rahmen der Managementprognose. Die Fraport-Aktie ist ein solides Investment und mit einem fairen Wert von 54 Euro eine Kaufempfehlung.

<b>Fraport</b>	<b>Xetra-Schlusskurs am 17.4.2012: 49,00 Euro</b>	<b>Branche: Transport Logistik</b>	<b>ISIN: DE 000 577330 3</b>	
----------------	---	------------------------------------	------------------------------	---

Jahr <sup>*)</sup>	Umsatz in Mrd. Euro <sup>**)</sup>	Ergebnis je Aktie <sup>**)</sup>	KGV	Dividende je Aktie <sup>**)</sup>	Dividendenrendite
2010	2,20	2,85	17,2	1,25	2,6%
2011	2,37	2,60	18,8	1,25	2,6%
2012e	2,52	2,77	17,7	1,25	2,6%
2013e	2,63	3,25	15,1	1,25	2,6%

Fairer Wert je Aktie 54 Euro

Marktkapitalisierung: 4,50 Mrd. Euro • Streubesitz: 38,5% • Dividendentermin: 12.5.2012  
Zwischenbericht: 9.5.2012 • Vergleichswerte: Flughafen Wien, Kobenhavns Luftvahnve



\*)Geschäftsjahresende zum 31.12.      \*\*)Alle Angaben in Euro  
Quellen: DZ BANK, Datastream, Unternehmensangaben

### RATING-HISTORIE

Empfehlung	Datum	Kurs
Kaufen	5.10.2011	41,70 Euro
Kaufen	19.4.2011	50,85 Euro

SDAX-Wert

# COMDIRECT – SOLIDER JAHRESAUFTAKT ERWARTET

comdirect ist einer der Marktführer unter den Online-Brokern in Deutschland und eine führende Direktbank. Nachdem sich comdirect zunächst auf das Online-Brokerage fokussierte, ist der Finanzdienstleister heute eine Vollbank mit mehr als 1,5 Millionen Kunden. Mit der Übernahme von ebase in 2009 erreichte comdirect auch im sogenannten B2B-Bereich eine respektable Größe.

## REKORDERGEBNIS 2011

comdirect hat das Geschäftsjahr 2011 mit einem Vorsteuerergebnis von 108,1 Mio. Euro abgeschlossen und damit das beste Ergebnis der Unternehmensgeschichte erzielt. Das Ergebnis nach Steuern erreichte 111,8 Mio. Euro, was im Rahmen der Erwartungen ausfiel. Darin enthalten ist eine Steuererstattung von rund 33 Mio. Euro und daraus resultierende Zinserträge von 9 Mio. Euro, die auf einem mehrere Jahre alten und im vergangenen Jahr abgeschlossenen Einspruchsverfahren beruht. comdirect hat Erträge von über 330 Mio. Euro erwirtschaftet. Hinter diesem Rekordwert stehen auf der einen Seite die höhere Anzahl Handelsaufträge der Kunden in einem volatilen Marktumfeld und auf der anderen Seite das im Vergleich zum Vorjahr höhere Markzins-

## CHANCEN

- + Ein höheres kurzfristiges Zinsniveau begünstigt einen höheren Zinsüberschuss
- + Eine hohe Volatilität oder steigende Aktienmärkte gehen generell mit einer höheren Orderaktivität einher
- + Der Trend zum Online-Banking ist ungebrochen, was hohe Wachstumsmöglichkeiten eröffnet

## RISIKEN

- Schocks an den Finanzmärkten insbesondere an den Aktienmärkten
- Ein lang anhaltendes Niedrigzinsniveau wirkt sich äußerst negativ auf den Zinsüberschuss aus
- Hoher Wettbewerb um Kundeneinlagen / Tagesgelder
- Stärkere Konkurrenz insbesondere im Brokerage (Margendruck)

niveau. So lag der Provisionsüberschuss mit 182,6 Mio. Euro um 5,7% über dem Niveau des Vorjahres. Der Zinsüberschuss vor Risikovorsorge übertraf mit 150,8 Mio. Euro das Vorjahresergebnis um 48%. Dem Anstieg der Gesamterträge um 17% steht ein unterproportionaler Zuwachs bei den Verwaltungsaufwendungen um 11% auf 232,1 Mio. Euro gegenüber, der unter anderem von einem intensivierten Marketing getrieben wurde. Die Aktionäre sollen von der positiven Entwicklung profitieren. Der Hauptversammlung wird eine Dividende von 56 Cent pro Aktie vorgeschlagen, nach 42 Cent im Vorjahr. comdirect will aber nur den operativ erwirtschafteten Gewinn an die Aktionäre ausschütten und mit der Steuergutschrift das Eigenkapital stärken. Für die nächsten Jahre gehen wir aber wieder von einer Ausschüttungsquote von 100% aus.

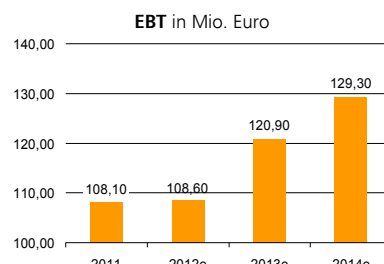
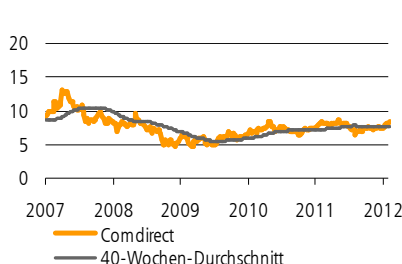
## STARKES KUNDENWACHSTUM

Neben dem erzielten Rekordergebnis in 2011 beeindruckt auch das Kunden- und Produktwachstum. Die Gesamtkundenzahl der comdirect lag zum Jahresende 2011 bei 2,630 Millionen. Das betreute Kundenvermögen erreichte 41,59 Mrd. Euro. Im Geschäftsfeld B2C (comdirect bank AG) erhöhte sich 2011 die Kundenzahl um rund 73 000. Die Zahl der Girokonten wuchs um circa 127 000. Am 25. April wird das Ergebnis des ersten Quartals 2012 veröffentlicht. Wir gehen von einem Anstieg des Quartalsüberschusses gegenüber dem Vorjahresquartal von 7% auf 19,46 Mio. Euro und einer Zunahme des Vorsteuergewinns von 8% auf 26,83 Mio. Euro aus. Gegenüber dem vierten Quartal 2011 fallen diese Zahlen zwar um 64% beziehungsweise um 9% zurück, anzumerken ist jedoch, dass diese aus der außerordentlichen Steuerrückerstattung und den damit verbundenen Zinserträgen resultieren. Infolge der rückläufigen kurzfristigen Zinsen gehen wir von einem niedrigeren Zinsüberschuss aus. Die Verwaltungsaufwendungen sollten nahezu stabil bleiben. Nach dem soliden Start in das Jahr 2012 raten wir mit einem fairen Wert von 9,50 Euro weiterhin zum Kauf der Aktie, denn die Positionierung im deutschen Bankenmarkt ist ausgezeichnet, die Dividendenrendite hoch und das Kundenwachstum hat sich im bisherigen Jahresverlauf fortgesetzt. Nur ein weiterer signifikanter Fall des kurzfristigen Zinssatzes könnte das positive Bild beeinträchtigen.

comdirect	Xetra-Schlusskurs am 17.4.2012: 8,48 Euro	Branche: Finanzdienstleister	ISIN: DE 000 542800 7		
Jahr <sup>*)</sup>	Nettoertrag in Mio. Euro <sup>**)</sup>	Ergebnis je Aktie <sup>**)</sup>	KGV	Dividende je Aktie <sup>**)</sup>	Dividendenrendite
2011	274,8	0,79	10,7	0,56	6,6%
2012e	332,4	0,57	14,9	0,57	6,7%
2013e	334,8	0,63	13,5	0,63	7,4%
2014e	350,0	0,67	12,7	0,67	7,9%

Fairer Wert je Aktie: 9,50 Euro

Marktkapitalisierung: 1,20 Mrd. Euro • Streubesitz: 19,5% • Dividendentermin: 10.5.2012  
Zwischenbericht: 25.4.2012 • Vergleichswerte: DAB bank, Sino Ag, TD Ameritrade Holding



\*)Geschäftsjahresende zum 31.12.    \*\*)Alle Angaben in Euro  
Quellen: DZ BANK, Datastream, Unternehmensangaben

## RATING-HISTORIE

Empfehlung	Datum	Kurs
Kaufen	16.11.2011	7,46 Euro

BRANCHE STAHL

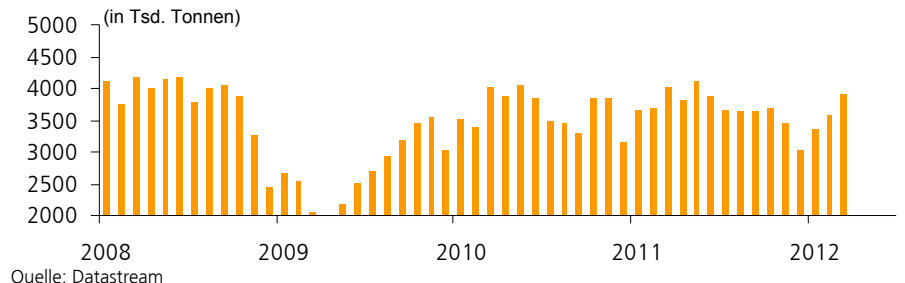
# STAHLINDUSTRIE AUF DEM WEG DER BESSERUNG

Der Pessimismus in der deutschen Wirtschaft hat im Verlauf des ersten Quartals dieses Jahres abgenommen. Im Gegenzug stieg die Hoffnung, dass der Rückgang der hiesigen Wirtschaftsleistung um 0,2% im vierten Quartal 2011 nur ein kleiner Rücksetzer gewesen war. Einige vorläufige Stimmungsindikatoren, beispielsweise der ifo-Geschäftsklimaindex oder der Konjunkturindex des Zentrums für europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), zeigen inzwischen sichtbar aufwärts. Für das Jahr 2012 prognostizieren die Volkswirte der DZ BANK zwar noch einen Rückgang des Wirtschaftswachstums von 3,0% auf 1,4%, was überwiegend der Eurokrise geschuldet ist.

**STAHLNACHFRAGE ZUMINDEST STABIL**

Der Optimismus verbreitet sich auch bei den deutschen Stahlherzeugern und -händlern. Der Blick auf die Entwicklung bei wichtigen Stahlabnehmerbranchen lässt für das laufende Jahr in Deutschland zumindest auf eine stabile Stahlnachfrage hoffen. So erwartet der Verband der Automobilindustrie (VDA) in diesem Jahr einen Anstieg des Weltautomobilmarktes um 4% (auf dem westeuropäischen Automobilmarkt könnten die Neuzulassungen jedoch um bis zu 5% schrumpfen). Einmal mehr dürfte sich China als Wachstumsmotor für die deutschen Autobauer erweisen. Die deutschen Maschinen- und Anlagenbauer (VDMA) erwarten für 2012 ein Nullwachstum. Nachdem die Neubestellungen bei den Unternehmen zu Jahresbeginn unter dem Vorjahr gelegen hatten, glaubt ihr Verband VDMA aber, dass sich die Orders in den nächsten Monaten stabilisieren werden. Optimistischer ausgerichtet sind der Wirtschaftsverband Stahl- und Metallverarbeitung (WSM), der für 2012 einen Produktionsanstieg von bis zu 4% prognostiziert sowie der Hauptverband der Deutschen Bauindustrie. Letzterer sieht Impulse seitens des Wohnungsbaus und geht von einem Umsatzzuwachs von nominal 2,5% aus. Die Lagerbestände in Europa sind unseres Erachtens unkritisch. Die Vorräte entlang der Wertschöpfungskette liegen auf niedrigem

**ROHSTAHLPRODUKTION IN DEUTSCHLAND**



Niveau, insbesondere die Stahlhändler haben sich wenig Material zugelegt. Wurden im Februar und März 2012 noch jeweils rund 3% weniger Rohstahl hergestellt als im Vorjahr, kochten die Hütten im März mit rund 3,9 Millionen Tonnen aber bereits 8% mehr Rohstahl als im Vormonat. Es war der dritte Zuwachs nacheinander, und erstmals seit Juni 2011 waren die Werke in Deutschland nach den Angaben der Wirtschaftsvereinigung Stahl zu mehr als 90% ausgelastet. Im zweiten Quartal 2012 rechnet der Verband mit einer weiteren Erholung.

**PREISERHÖHUNGEN GEPLANT**

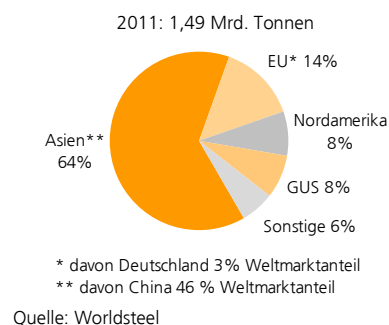
Nachdem die Preisdynamik zuletzt wieder etwas nachgelassen hat, erwarten wir, dass die europäischen Flachstahlpreise in den kommenden Monaten erneut zulegen können. Angesichts der politisch und wirtschaftlich problematischen Lage in Europa dürfte es den Produzenten aber nicht leicht fallen, die für das zweite Quartal 2012 geplanten Preiserhöhungen von 20 bis 30 Euro pro Tonne durchzusetzen.

Auf der Kostenseite sind die Stahlherzeuger stark herausgefordert. Analog zum Eisenerz wurde auch bei der Koks- und Kohle das über Jahrzehnte gültige System von Jahreskontrakten im Jahr 2010 aufgekündigt und auf Quartalsverträge umgestellt. Für die Stahlunternehmen wird das Geschäft damit insgesamt volatiler und schwieriger planbar. Die im Schlussquartal 2011 erfolgten Preisrückgänge bei den für die Stahlproduktion wichtigen Einsatzstoffen Eisenerz und Koks- und Kohle sollten sich mit Zeitverzug ab dem zweiten Quartal 2012 jedoch positiv bemerkbar machen und höhere Margen ermöglichen. Da auch die Schrottpreise im Februar in vielen Regionen gesunken sind, nachdem sie sich zu Beginn des Jahres noch stabil gezeigt hatten, könnte die Kostenseite weiter entlastet werden. Allerdings dürfte die Entspannung bei der erwarteten Frühjahrsbelebung in Europa nur von kurzer Dauer sein.

**STAHLAKTIEN KÖNNTEN AUFHOLEN**

Die Aktien deutscher Unternehmen aus den Bereichen Stahlproduktion und -handel haben seit Jahresbeginn eine positive Wertentwicklung erzielt, allerdings blieben sie hinter der Entwicklung des allgemeinen Marktes zurück. Die relative Schwäche dürfte wesentlich von den vorsichtigen Ausblicken der Unternehmen und den sich daran anschließenden Anpassungen der Gewinnerwartungen verursacht gewesen sein. Nun stehen die Chancen nicht schlecht, dass sich bei einem günstigen konjunkturellen Verlauf eine relative Stärke entwickeln kann, zumal die Stahltitel im Vergleich verhältnismäßig niedrig bewertet sind.

**WELTSTAHLPRODUKTION NACH REGIONEN**



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

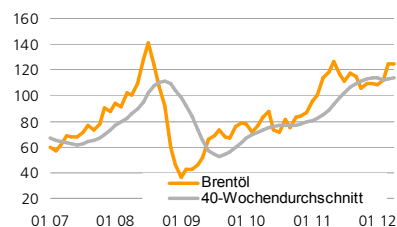
# ROHSTOFFE IM FOKUS

## BASISMETALLE

### CHINAS ÄNGSTE ÜBERTRIEBEN

Dass die Rohstoffmärkte im Allgemeinen und die Basismetallmärkte im Besonderen äußerst sensibel auf Nachrichten aus China, dem „Rohstoff-Staubsauger“ der vergangenen Dekade, reagieren, ist unter den globalen Rohstoffinvestoren hinlänglich bekannt. Dementsprechend sorgten die zuletzt eher moderateren Wachstumstöne aus dem Reich der Mitte in den vergangenen Wochen insbesondere bei Aluminium, Kupfer & Co geradezu folgerichtig für eine spürbare Stimmungs- und Preiseintrübung. So verunsicherte Chinas Ministerpräsident die Märkte, als er Anfang März zum Auftakt der Tagung des Volkskongresses Chinas Wachstumszielmarke für 2012 auf 7,5% (von 8,0% in den Vorjahren) reduzierte. Unseres Erachtens hat der Markt auf diese Nachricht aus dem Reich der Mitte übertrieben negativ reagiert. Unter Ausnutzung des jüngst wieder größer gewordenen geldpolitischen Spielraums der chinesischen Notenbank wird China eine von den Investoren gefürchtete harte Landung vermeiden. Ein sukzessiv in die Märkte zurückkehrender China-Optimismus sollte die Basismetallpreise (vornehmlich) Kupfer im zweiten Halbjahr 2012 wieder spürbar beflügeln.

### ROHÖL (in US-Dollar pro Barrel)



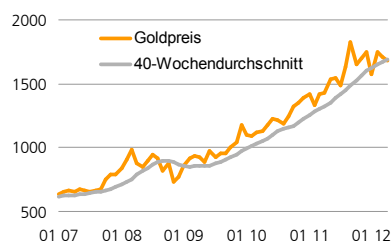
Quelle: Datastream

### ROHÖL

#### KURZFRISTIG RICHTUNG 110 US-DOLLAR

Nachdem die Eurokrise lange Zeit durchgängig Platz 1 der größten (potenziellen) Konjunktur Gefahren belegte, schickte sich im Frühjahr 2012 der Rohölpreis an, diesen „Spitzenplatz“ zu übernehmen. Obwohl die Fundamentaldaten keine Knappheit am Rohölmarkt ausweisen, hält sich der Rohölpreis (Brent) aus Angst vor etwaigen Angebotsstörungen im Zuge einer möglichen Eskalation der Iran-Krise hartnäckig bei rund 125 US-Dollar. Nach unserer Ansicht wird sich das labile Kräftegleichgewicht von (preissenkender) Nachfrageschwäche und (preistreibenden) Iran-Ängsten aber in naher Zukunft in Richtung 110 US-Dollar verändern. Zum einen hat die geplante Wie-

### GOLD (in US-Dollar pro Unze)



deraufnahme der Atomgespräche zwischen dem Iran und der vermittelnden 5plus1 - Gruppe wie auch das bilaterale Treffen von Israels Ministerpräsident Netanjahu mit dem US-Präsidenten Obama die kurzfristige Eskalationswahrscheinlichkeit spürbar reduziert. Zum anderen dürften die globalen Lagerbestände tendenziell wieder anziehen, was die Rohöl-Long-Spekulation zumindest temporär einbremsen sollte.

### GOLD

#### VORERST NUR SEITWÄRTS

Der März war für den Goldanleger kein guter Monat. Der Goldpreis verlor seit Ende Februar etwas mehr als 5%. Die spekulativ eingestellten, eher kurzfristig orientierten Anleger haben ihre Positionen wegen des zwischenzeitlichen US-Dollar-Comebacks und der fortschreitenden konjunkturellen Aufhellung in Nordamerika deutlich reduziert. Neben der Positionierung der Spekulanten gab es aber auch einen fundamentalen Grund für die Korrekturbewegung: der sich eintrübende Ausblick über die indische Schmucknachfrage. Bereits 2011 ist die Kaufbereitschaft in Indien um 14% gefallen. Wir rechnen damit, dass sich dieser Trend fortsetzt. Darüber hinaus gehen wir von einem wieder schwächeren US-Dollar aus. Damit dürfte der Goldpreis vorerst seitwärts tendieren. Für mittelfristig höhere Goldpreise sprechen einerseits der hohe Rohölpreis und wieder anziehende Preise für die industriellen Basismetalle, was die Inflationserwartungen schüren könnte. Zum Jahresende 2012 sehen wir den Goldpreis bei 1.850 US-Dollar je Unze.

## NOTIERUNG UND ENTWICKLUNG AUSGEWÄHLTER ROHSTOFFE

	Einheit	Terminbörse	Kurs am		Kursentwicklung	
			17.4.2012	seit 1.1.2012:	52 Wochen	
<b>Energie</b>						
WTI-Rohöl	USD/Barrel	Nymex, N.Y.	104,23	5,46%	-2,31%	
Brent-Rohöl	USD/Barrel	ICE, LDN	118,95	9,85%	-2,14%	
Erdgas (Henry-Hub)	USD/MMBTu	Nymex, N.Y.	1,89	-36,60%	-55,30%	
<b>Edelmetalle</b>						
Gold	USD/Unze	Comex, N.Y.	1.650	4,81%	10,56%	
Silber	USD/Unze	Comex, N.Y.	3.164	12,28%	-26,06%	
<b>Industriemetalle</b>						
Aluminium	USD/Tonne	LME, LDN	2.037	2,12%	-23,31%	
Kupfer	USD/Tonne	LME, LDN	8.164	7,56%	-11,29%	
Nickel	USD/Tonne	LME, LDN	17.751	-5,20%	-30,40%	
Zink	USD/Tonne	LME, LDN	1.981	8,37%	-14,13%	
<b>Agrarrohstoffe</b>						
Mais	USCent/bushel	CBOT, Chic.	617	-4,49%	-15,82%	
Sojabohnen	USCent/bushel	CBOT, Chic.	1.406	18,95%	6,43%	
Weizen	USCent/bushel	CBOT, Chic.	966	-2,62%	-19,56%	

Quelle: Datastream

## DIE NACHFOLGENDEN ERLÄUTERUNGEN (1-6) BEZIEHEN SICH AUF DIE ANGEGEBENEN HOCHZIFFERN IN DER FINANZANALYSE.

Die DZ BANK/WGZ 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.

## ZEITLICHE BEDINGUNGEN VORGESEHENER AKTUALISIERUNGEN:

Die Publikationen erscheinen regelmäßig wöchentlich. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK/WGZ BANK. Ob und wann zu den in dieser Publikation enthaltenen Emittenten/Finanzinstrumenten eine Aktualisierung erfolgt, liegt allein im Ermessen der DZ BANK/WGZ BANK.

Weitere Informationen und Pflichtangaben zu Finanzanalysen finden Sie unter [www.dzbank.de](http://www.dzbank.de) und [www.wgzbank.de](http://www.wgzbank.de).

## RECHTLICHE HINWEISE:

1. Dieses Dokument ist von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main („DZ BANK“) und der WGZ-BANK AG Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank („WGZ BANK“) erstellt und/oder herausgegeben und wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland, und der WGZ-BANK AG Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank, Deutschland, im Zusammenhang mit seiner Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland genehmigt.

Unsere Empfehlungen stellen keine kundenindividuelle Anlageberatung dar und 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 und der WGZ BANK nach bestem Urteilsvermögen abgegeben und entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments und können sich aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ändern. Die DZ BANK und die WGZ BANK treffen keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Finanzinstrumente durch die DZ BANK und/oder die WGZ 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. Es richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan. Die DZ BANK und die WGZ BANK haben die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzen, haben aber nicht alle diese Informationen selbst verifiziert. Dementsprechend geben weder die DZ BANK noch die WGZ BANK und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Des Weiteren übernehmen die DZ BANK und die WGZ BANK keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung/Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen. Dieses Dokument stellt kein öffentliches Angebot zum Erwerb von Finanzinstrumenten dar. Die Informationen in diesem Dokument stellen keine Anlageberatung dar. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments werden die DZ BANK und die WGZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder Portfolioverwalter tätig. Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage eines Beratungsgesprächs, unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die DZ BANK und die WGZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben können, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die DZ BANK und/oder die WGZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigen, empfehlen oder genehmigen. Die DZ BANK und die WGZ BANK übernehmen weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen. Die DZ BANK und die WGZ BANK sind berechtigt, Investment-Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research-Analysten der DZ BANK und der WGZ BANK liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment-Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die DZ BANK, die WGZ BANK 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, am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. 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 bzw. der WGZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment-Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und der WGZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten geocvert werden.

2. 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 und der WGZ BANK bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich die DZ BANK und die WGZ BANK in diesem Dokument stützen, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden. Die DZ BANK und/oder die WGZ BANK sind 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. Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie die vorstehenden Beschränkungen als für Sie verbindlich. Zusätzliche Informationen über den Inhalt dieser Studie erhalten Sie auf Anfrage.

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

## IMPRESSUM

### Herausgeber:

DZ BANK AG  
Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank,  
Frankfurt am Main,  
Platz der Republik,  
60265 Frankfurt am Main,  
vertreten durch die Vorstände  
Wolfgang Kirsch (Vorsitz),  
Lars Hille, Wolfgang Köhler,  
Hans-Theo Macke, Albrecht Merz,  
Thomas Ullrich, Frank Westhoff,  
alle Frankfurt am Main,  
und WGZ BANK AG  
Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank,  
Ludwig-Erhard-Allee 20,  
40227 Düsseldorf,  
vertreten durch die Vorstände  
Werner Böhnke (Vorsitz),  
Uwe Berghaus,  
Dr. Christian Brauckmann,  
Karl-Heinz Moll,  
Michael Speth,  
Hans-Bernd Wolberg,  
alle Düsseldorf,  
Genossenschaftliche FinanzGruppe  
Volksbanken Raiffeisenbanken

### Redaktion:

Rainer Raschdorf, Analyst  
Mail: [aktienbrief@dzbank.de](mailto:aktienbrief@dzbank.de)

### Autor(en) und Ersteller:

Christoph Müller, Analyst  
Rainer Raschdorf, Analyst  
Heinz Weyershäuser, Analyst  
Jeweils Frankfurt am Main.

### Verantwortliche Unternehmen:

DZ BANK AG, WGZ BANK AG

### Redaktionsschluss:

18. April 2012/ 21. Jahrgang /  
Schutzgebühr 2,50 EUR

### Druck:

ICS Internationale Communications-Service  
GmbH, Bergisch-Gladbach

### Verlag und Vertrieb:

Deutscher Genossenschafts-Verlag eG,  
Wiesbaden

### Historische Aktienbriefe finden Sie unter

[www.aktienbrief.dzbank.de](http://www.aktienbrief.dzbank.de);

**Benutzername:** Aktienbrief

**Passwort:** 703712

### © 2012

### Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht  
Lurgiallee 12  
60439 Frankfurt.