

# AKTIENBRIEF

Eine Publikation der DZ BANK und der WGZ BANK  
Ausgabe 19 / 18. Mai 2012



Überreicht durch  
**Volksbank Schnathorst eG**

Zuständige Aufsichtsbehörde:  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

## GÜNSTIGE BEWERTUNG DES DAX LOCKT ZUM EINSTIEG

Im April hatten wir die Erwartung geäußert, dass die Korrekturphase des deutschen Leitindex nach den Wahlen in Frankreich und Griechenland ein Ende finden würde, und die Kapitalmärkte schnell wieder zur Tagesordnung übergehen sollten. In der Tat haben sich die Zeichen einer Bodenbildung an den Aktienmärkten nunmehr gefestigt. Das Risiko neuer schlechter Nachrichten seitens der Politik ist nun insgesamt gesunken, wengleich in den nächsten Handelstagen noch Rückschläge unter anderem wegen der noch unklaren Marsch-

**Temporärer Anstieg in Richtung 7.200 Punkte**

richtung der griechischen Politik drohen. Unser Kursziel von 6.500 Punkten zur Jahresmitte bleibt in Reichweite. Nach dem Kursrutsch des DAX von gut 800 Punkten gegenüber dem Jahreshoch ist der Index mit einer KGV-Bewertung von 8,4 Einheiten (basierend auf den 2013er Schätzungen) und einer Dividendenrendite 2012e von 4,1% günstig bewertet und für einen Einstieg verlockend. In unserer aktuellen Verlaufsprognose für den DAX gehen wir davon aus, dass der Index nach der Überreaktion im Mai in den kommenden Monaten wieder in Richtung 7.200 Punkten steigen wird. Das Fundament für diesen Anstieg dürfte durch leicht verbesserte konjunkturelle Frühindikatoren und bessere Quartalsergebnisse gelegt werden. Auch der Brüsseler EU-Sondergipfel am 23. Mai könnte die Basis für eine Erholung der Aktienmärkte liefern. So sind EU-Kommissionschef Manuel Barroso und EU-Ratspräsident Herr-

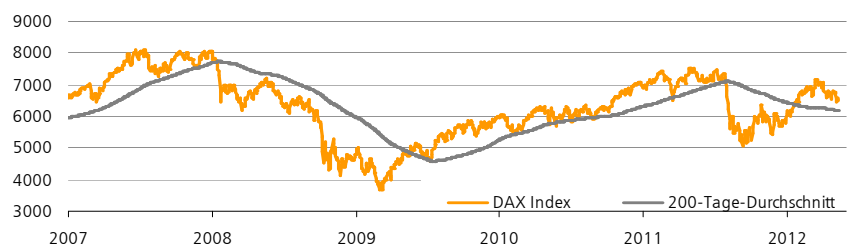
man van Rompuy in die Offensive gegangen. Sie verlangen von den Regierungen die rasche Umsetzung gemeinsamer Maßnahmen zur Ankurbelung des Wirtschaftswachstums in der EU. Damit reagiert die Spitze der EU auf die – nach dem Wahlausgang in Griechenland und Frankreich stärker gewordenen – Vorwürfe, die bisherige Antikrisenpolitik der EU sei einseitig auf Sparen ausgerichtet. Barroso und sein Kommissar für Wirtschaft und Währung, Olli Rehn, wollen die Debatte versachlichen, indem sie andere Akzente setzten. Rehn verweist darauf, dass die Ziele unverändert Stabilität und Wachstum seien, das größere Augenmerk solle nun aber auf die Stärkung der Wirtschaftsleistung gelegt werden. Die Fakten sprechen dafür, da sich im April in den meisten Euroländern das Wirtschaftsklima eingetrübt hat. In den vorangegangenen Monaten hatte sich die Stimmung leicht erholt, im März allerdings nur noch stagniert. Von den größeren Ländern wur-

de der mit Abstand stärkste Rückgang in Italien verzeichnet, wo die Industrieunternehmen und die Konsumenten jetzt noch pessimistischer in die Zukunft blicken. In Frankreich dagegen stagnierte das Wirtschaftsklima, lediglich in Deutschland ergeben die Umfragen ein etwas aufwärtsweisendes Stimmungsbild, beispielsweise der ifo-Geschäftsklimaindex. Die in den Mitgliedsländern beschlossenen Konsolidierungsmaßnahmen müssen jedoch trotz der von den EU-Obersten vorgeschlagenen Wachstumsförderung konsequent umgesetzt werden. Anderenfalls droht schon jetzt die Erosion des Fiskalpaktes, und es würde der Schuldenstand sehr schnell in die Höhe klettern. An den Finanzmärkten dürfte jedenfalls eine Aufweichung der bisherigen Konsolidierungsbemühungen nicht ohne negative Folgen bleiben.

**Stärkung der Wirtschaft und Konsolidierung der Finanzen**

### DAX-INDEX

Stand am 14.5.2012: 6.452 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

# ADIDAS<sup>5)</sup> ERWISCHT SEHR GUTEN JAHRESAUFTAKT

Adidas ist ein führendes Unternehmen in der Sportartikelindustrie mit einem umfassenden Produktportfolio. Weltweit rangiert die Gesellschaft hinter Nike aus den Vereinigten Staaten an zweiter Stelle. Unangefochtener Weltmarktführer ist Adidas bei Fußballschuhen. Adidas lässt seine Markenprodukte überwiegend in Asien fertigen. Erst kürzlich baute der Sportartikelkonzern seine Golfsparte mit der Übernahme der US Marke Adams Golf (70 Mio. US-Dollar) aus. Mit dem Zukauf soll das unter dem Namen „Taylor Made Adidas Golf“ angebotene Produktangebot ausgebaut werden. Im vergangenen Jahr erreichte die Sparte erstmals die Umsatzmarke von 1 Mrd. Euro.

## SEHR GUTER JAHRESBEGINN

Adidas hat einen sehr guten Start in das neue Jahr erwischt. So kletterte das Betriebsergebnis im ersten Quartal 2012 um knapp ein Drittel auf 409 Mio. Euro. Die Erlöse waren währungsbereinigt um 14% auf 3,8 Mrd. Euro gestiegen. Damit wurde im fünften Quartal in Folge ein zweistelliges Umsatzwachstum erzielt. Insbesondere die Wachstumsraten in China und Japan sowie bei Taylor Made adidas Golf sind deutlich

### CHANCEN

- + Für die Jahre 2012 und folgende zeichnet sich ein weiteres kräftiges Wachstum in China und in Russland ab
- + In 2012 bevorstehende sportliche Großereignisse (Fußball-EM und Olympische Sommerspiele)
- + Festerer Euro-Kurs gegenüber dem US-Dollar, da die Materialbeschaffung und Produktion in der US-Währung erfolgen

höher ausgefallen als ursprünglich erwartet. Hervorstechend war das Plus in China mit 26%. Westeuropa hinkt mit einem Zuwachs von lediglich 7% hinterher - in dieser Region profitierte Adidas von den Bestellungen für die Fußball-Europameisterschaft. Auch in Nordamerika und Lateinamerika gelangen zweistellige Zuwachsraten. Aufgrund höherer Beschaffungskosten verringerte sich die Bruttomarge jedoch um 0,7 Prozentpunkte auf 47,7%, während die operative Marge um 1,1 Prozentpunkte auf 10,7% verbessert werden konnte.

### UnREGELMÄSSIGKEITEN BEI REEBOK

Das Management gab Ende April in einer Ad-hoc-Mitteilung bekannt, dass bei Reebok India Unregelmäßigkeiten entdeckt wurden, die sich noch auf den Konzernabschluss des Jahres 2011 auswirken können.

### RISIKEN

- Gedrücktes Verbrauchervertrauen in den USA und in zahlreichen Ländern Westeuropas
- Tendenziell steigende Lohnkosten in Asien

Nach Unternehmensangaben könnte sich der maximale negative Effekt auf einen Vorsteuerbetrag von bis zu 125 Mio. Euro belaufen. Die im weiteren Jahresverlauf 2012 vorgesehene Umstrukturierung der Geschäftsaktivitäten in Indien könnte in den verbleibenden Quartalen des Jahres 2012 zu einem zusätzlichen negativen Ergebniseffekt führen, den das Management auf bis zu 70 Mio. Euro schätzt.

### PROGNOSE ANGEHOBEN

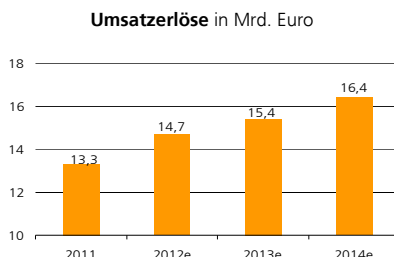
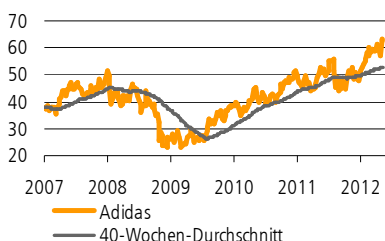
Adidas-Konzernchef Herbert Hainer hat die Prognose für das Gesamtjahr erhöht. In Aussicht wird nun gestellt, dass der währungsbereinigte Umsatz um annähernd 10% zulegt. Bislang war ein Anstieg im mittleren bis hohen einstelligen Bereich prognostiziert worden. Die Bruttomarge soll stabil bei 47,5% gehalten werden. Der auf die Anteilseigner entfallende Gewinn soll um 12% bis 17% statt bislang 10% bis 15% steigen und ein neues Rekordhoch erreichen. Nachdem die Ergebniszahlen für das erste Quartal 2012 deutlich besser als von uns und am Markt erwartet ausgefallen waren, haben wir unsere Ergebnisschätzungen für die Geschäftsjahre 2012 und folgende jeweils nach oben revidiert. Die Verschiebung der Umsatzschwerpunkte auf die Regionen Russland, China und Südamerika wird sich nach unserer Einschätzung in den kommenden Jahren positiv auf die Entwicklung der EBIT-Marge auswirken. Wir raten zum Kauf der Adidas-Aktie, deren fairen Wert wir von 65 Euro auf nunmehr 68 Euro angehoben haben.

Adidas	Xetra-Schlusskurs am 14.5.2012: 60,09 Euro		Branche: Konsumgüter	ISIN: DE 000 A1EWWW 0	
Jahr <sup>*)</sup>	Umsatz in Mrd. Euro <sup>**)</sup>	Ergebnis je Aktie <sup>**)</sup>	KGV	Dividende je Aktie <sup>**)</sup>	Dividendenrendite
2011	13,3	3,20	18,8	1,00	1,7%
2012e	14,7	3,75	16,0	1,20	2,0%
2013e	15,4	4,44	13,5	1,40	2,3%
2014e	16,4	5,13	11,7	1,60	2,7%

Fairer Wert je Aktie: 68 Euro

Marktkapitalisierung: 12,57 Mrd. Euro • Streubesitz: 100% • Dividendentermin: 5/2013

Quartalsbericht: 2.8.2012 • Vergleichswerte: Puma, Nike, Amer



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

### RATING-HISTORIE

Empfehlung	Datum	Kurs
Kaufen	10.8.2011	46,35 Euro

DAX-Wert

# DEUTSCHE TELEKOM<sup>5)</sup> – GEMISCHTER JAHRESBEGINN

Die Deutsche Telekom ist Deutschlands größtes Telekommunikationsunternehmen. Darüber hinaus verkauft die Gesellschaft in mehr als einem Dutzend Ländern jedwede Art von Telekommunikationsdienstleistungen an private und Geschäftskunden. Die Produktpalette reicht dabei von einfachen Sprach- und Internetdiensten bis hin zur komplexen Vernetzung ganzer Standorte.

## GEMISCHTES ZAHLENWERK

Mit einer gemischten Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen hat für die Deutsche Telekom das Geschäftsjahr 2012 begonnen. Der bereinigte Betriebsgewinn (EBITDA) lag im ersten Quartal mit 4,5 Mrd. Euro stabil auf dem Vorjahreswert. Der Konzernumsatz verringerte sich jedoch im gleichen Zeitraum um 1,1% auf 14,4 Mrd. Euro. Daraus errechnet sich eine bereinigte EBITDA-Marge von 31,0%, das sind 0,4 Prozentpunkte mehr als ein Jahr zuvor. Der Telekom-Konzern investierte im ersten Quartal mit 2,2 Mrd. Euro auf weiterhin hohem Niveau, wobei es gleichzeitig gelang, die Verschuldung zu reduzieren. Die Netto-Finanzverbindlichkeiten beliefen sich zum 31. März 2012 auf 38,6 Mrd. Euro, 3,2 Mrd. Euro weniger als noch ein Jahr zuvor.

## CHANCEN

- + Günstige Refinanzierungskonditionen in Deutschland

Der freie Cashflow ist im ersten Quartal gegenüber 2011 um 5,7% auf 1,1 Mrd. Euro angestiegen. Der bereinigte Konzernüberschuss war im ersten Quartal durch Sondereinflüsse von 525 Mio. Euro belastet gegenüber 182 Mio. Euro im Vergleichs-quarteral.

## FESTNETZ VERRINGERT DAS MINUS

Das operative Segment Deutschland verzeichnete eine besser als zuvor erwartete Entwicklung. Der Gesamtumsatz ging im ersten Quartal 2012 gegenüber dem Vorjahreszeitraum um lediglich 2,3% auf 5,7 Mrd. Euro zurück, das bereinigte EBITDA sank unterproportional um 2,0% auf 2,3 Mrd. Euro. Zur Verlangsamung des Umsatzrückgangs trug vor allem das stabilere Festnetzgeschäft bei, hier in erster Linie das Geschäft mit Serviceprovidern, das nach zum Teil zweistelligen Rückgängen in den Vorjahren mit einem Minus von nur noch 3,9% abschloss. Zusätzlich konnte die Zahl

## RISIKEN

- Längerfristige US-Dollar-Schwäche
- Strafzahlung im Zusammenhang mit Toll-Collect in Milliardenhöhe möglich
- Fortsetzung der schwachen Entwicklung in Europa

der Anschlussverluste reduziert, sowie der Umsatz mit breitbandigen Anschlüssen und TV-Diensten gesteigert werden. Mehr als 1,7 Millionen Kunden abonnieren inzwischen Entertain, das Fernsehen der Zukunft. Damit betrug das Wachstum gegenüber dem Vorjahr 37,2%. Von den 173.000 Neukunden im ersten Quartal 2012 – 71% mehr als von Januar bis März 2011 – nutzten 81.000 die Variante über Satellit. Im Mobilfunk ging die Zahl der Vertragskunden im ersten Quartal um 107.000 Kunden zurück, weil sich die Migration einer größeren Kundenzahl eines Service-Providers zu einem anderen Netzbetreiber stark auswirkte. Bei den mobilen Datenum-sätzen betrug das Umsatzwachstum dennoch 20%, die Serviceumsätze im Mobilfunk liefen mit einem Rückgang von 1,8% allerdings nicht befriedigend. Ein klares Plus von mehr als 100.000 Kunden gab es auch im hart umkämpften Breitbandgeschäft.

## USA WÄHRUNGSBEREINIGT POSITIV

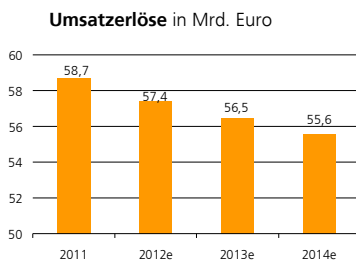
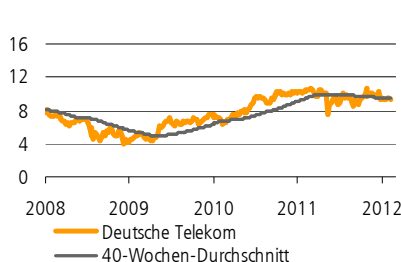
T-Mobile USA zeigte vor allem bei der Gewinnentwicklung erstmals wieder eine gute Performance. Im ersten Quartal stieg der Umsatz um 2,0% auf 3,8 Mrd. Euro, das bereinigte EBITDA stieg um 12,9% auf 1,0 Mrd. Euro. Die positive Entwicklung ist aber überwiegend auf Kursgewinne des US-Dollar zum Euro zurückzuführen. In der Landeswährung blieb es mit minus 2,3% bei einem Umsatzrückgang, da die Zahl der Vertragskunden weiterhin rückläufig war. Trotz der gemischten Entwicklung zum Jahresauftakt halten wir an unserer Verkaufsempfehlung für die Aktie der Deutschen Telekom fest.

<b>Deutsche Telekom</b>	<b>Xetra-Schlusskurs am 14.5.2012: 8,82 Euro</b>	<b>Branche: Telekommunikation</b>
		<b>ISIN: DE 00055750 8</b>

Jahr <sup>*)</sup>	Umsatz in Mrd. Euro <sup>**)</sup>	Ergebnis je Aktie <sup>**)</sup>	KGV	Dividende je Aktie <sup>**)</sup>	Dividendenrendite
2011	58,7	0,93	9,5	0,70	7,9%
2012e	57,4	0,72	12,3	0,70	7,9%
2013e	56,5	0,70	12,6	0,70	7,9%
2014e	55,6	0,77	11,5	0,70	7,9%

Fairer Wert je Aktie: 8 Euro

Marktkapitalisierung: 38,11 Mrd. Euro • Streubesitz: 68,3% • Dividendentermin: 25.5.2012  
Quartalsbericht: 9.8.2012 • Vergleichswerte: BT Group, France Telekom, Telecom Italia



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

## RATING-HISTORIE

Empfehlung	Datum	Kurs
Verkaufen	7.3.2012	8,49 Euro
Kaufen	17.8.2011	9,58 Euro

MDAX-Wert

# CELESIO<sup>5)</sup> – ANLAGEURTEIL AUF KAUFEN GEÄNDERT

Celesio zählt zu den führenden Pharma-großhändlern und Betreibern von Apothe-kenketten in Europa. Die Celesio-Aktie hat sich in den letzten Jahren deutlich schlech-ter entwickelt als der MDAX. Verantwort-lich dafür waren aus unserer Sicht folgende Punkte.

## CELESIOS PROBLEMFELDER

Preiskriege in Celesios wichtigsten Pharma-großhandelsmärkten Deutschland und Frankreich belasteten immer wieder die Er-tragsmargen. Die Liberalisierung des deut-schen Apothekenmarktes, auf die das alte Management gesetzt hatte, ist nicht eingetreten. Stattdessen verlor Celesio nach der Akquisition von DocMorris (2007) im deut-schen Großhandel viele Kunden. Über die Jahre zeichnete sich ab, dass die Ergebnis-entwicklung von Celesio sehr stark von staatlichen Sparmaßnahmen, insbesondere in den hoch regulierten westeuropäischen Gesundheitsmärkten, abhängig ist. Künftig will sich Celesio auf das Kerngeschäft kon-zentrieren und hat dazu kürzlich eine neue Unternehmensstrategie vorgelegt. Im Quar-talsergebnis 2012, dessen Zahlen vielver-sprechend ausgefallen sind, spiegeln sich erste Restrukturierungserfolge bereits wider.

## CHANCEN

- + Ausbau des Geschäfts mit Spezialpharmazeutika
- + Aufbau eines europäischen Apothekennetzwerks
- + Ausbau der Aktivitäten in wenig oder nicht regulierten Bereichen des Gesundheitsmarktes (zum Beispiel freiverkäufliche Medikamente)

## RISIKEN

- Staatliche Eingriffe in das Gesundheitssystem (zum Beispiel Kürzung von Großhandels- oder Apo- thekenvergütung)
- Rabattwettbewerb um Marktanteile im Pharma- großhandel
- Wechselkursveränderungen

## LAUFENDE NEUAUSRICHTUNG

Celesios strategische Neupositionierung beinhaltet zunächst ein Effizienzprogramm, mit dem die Kosten gesenkt werden sollen. Dabei wird der Einkauf konzernweit ge- bündelt, und die Lieferkette und das Nie- derlassungsnetz optimiert. Wir halten es für möglich, dass Celesio dadurch deutlich mehr als 50 Mio. Euro einsparen kann. Zu der neuen strategischen Positionierung zählt auch die Expansion in Wachstums- märkte, vor allem in Südamerika und im Mittleren Osten. Von DocMorris und Manu- facturer Solutions will sich Celesio wieder trennen. Wachstumspotenziale sieht Cele- sio darin, auf der kompletten Logistikkette aktiv zu werden. Bislang läuft die Verteilung von Arzneimitteln im europäi- schen Pharmagroßhandel zumeist in meh- reren separaten Schritten – vom Hersteller über Vorgroßhändler zum regionalen Groß


händler und dann zur Apotheke. Eine Aus- weitung des Geschäftsfeldes auf die ge- samte Logistikkette halten wir für erfolg- versprechend, da Celesio eine jahrelange Expertise im Handel mit Arzneimitteln be- sitzt und über die nötige Infrastruktur ver- fügt. Zur strategischen Neuausrichtung von Celesio gehört auch, sich mit neuen Servi- ce- und Ladenkonzepten als Partner euro- päischer Apotheken anzubieten. Dabei ist daran gedacht, administrative Aufgaben zu übernehmen, die bislang sehr viel Apothe- kerzeit beanspruchen. Als Beispiele nennt Celesio das Lagermanagement und Bestell- wesen für Apotheken. Wir halten es für wahrscheinlich, dass viele Apotheken bereit sind, administrative Tätigkeiten an Groß- händler zu übertragen. Das direkte Ertrags- potenzial ist nach unserer Einschätzung kurzfristig aber eher begrenzt.

## HERAUFSTUFUNG AUF KAUFEN

Die Probleme von Celesio sind dem Kapi- talmarkt hinreichend bekannt und die Er- wartungen der Investoren entsprechend gedämpft. Die mittelfristige Prognose des Managements ist nach einigen Gewinn- warnungen der Vergangenheit recht kon- servativ ausgefallen. Mit Blick auf das histo- risch niedrige Bewertungsniveau und die realistische Neuausrichtung sehen wir für die Celesio-Aktie aber mehr Auf- als Ab- wärtspotenzial. Wir erhöhen unsere Schät- zungen, weil der Pharmagroßhändler wie- der auf den Wachstumspfad zurückkehren dürfte. Auf dieser Basis stufen wir die Cele- sio-Aktie jetzt wieder von Verkaufen auf Kaufen herauf.

## RATING-HISTORIE

Empfehlung	Datum	Kurs
Verkaufen	29.6.2011	13,12 Euro

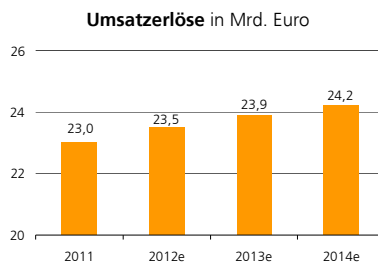
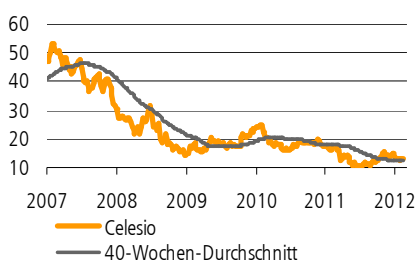
<b>Celesio</b>	<b>Xetra-Schlusskurs am 14.5.2012: 12,81 Euro</b>	<b>Branche: Pharmahandel</b>	<b>ISIN: DE 000 CLS100 1</b>	
----------------	---	------------------------------	------------------------------	---

Jahr <sup>*)</sup>	Umsatz in Mrd. Euro <sup>**)</sup>	Ergebnis je Aktie <sup>**)</sup>	KGV	Dividende je Aktie <sup>**)</sup>	Dividendenrendite
2010	23,0	1,18	10,9	0,25	2,0%
2011e	23,5	1,25	10,2	0,37	2,9%
2012e	23,9	1,47	8,7	0,44	3,4%
2013e	24,7	1,77	7,2	0,53	4,1%

Fairer Wert je Aktie: 16 Euro

Marktkapitalisierung: 2,18 Mrd. Euro • Streubesitz: 45,4% • Dividendentermin: 5/2013

Hauptversammlung: 16.5.2012 • Vergleichswerte: Galencia Holding, Cardinal Health



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

MDAX-WERT

# KRONES<sup>5)</sup> – US-KLAGE IST EIN RISIKOFAKTOR

Krones ist der weltweit größte Anbieter für Abfüll- und Verpackungsmaschinen. Kunden sind in erster Linie die Getränkehersteller, die Nahrungsmittel- und die Genussmittelindustrie. PET- und Etikettiermaschinen sind die wichtigsten Produkte, daneben positioniert sich das Unternehmen als Systemanbieter und bietet den Bau schlüsselfertiger Projekte an.

## ERGEBNIS VOLL IM PLAN

Gemessen an den vorangegangenen Erwartungen ist Krones gut in das Geschäftsjahr 2012 gestartet. In den ersten drei Monaten hat das Unternehmen eine solide Basis geschaffen, um seine Wachstumsziele zu erreichen. So legte der Umsatz im Berichtszeitraum im Vergleich zum Vorjahr um 6,9% auf 648,6 Mio. Euro zu, womit die Vorgabe für das Gesamtjahr 2012, die Erlöse um 2% bis 4% zu steigern, erreicht werden sollte. Die Zuversicht lässt sich auch am Auftragseingang des ersten Quartals festmachen, der gegenüber dem gleichen Vorjahreszeitraum um 5,0% auf 659,8 Mio. Euro stieg. Den größten Wachstumsbeitrag leisteten die Märkte in Osteuropa und Südamerika. Auf der Ertragsseite verlief die Geschäftsentwicklung weniger befriedigend.

## CHANCEN

- + Ausbau der Prozesstechnik
- + Modulare Bausweise ermöglicht steigende Margen

Aus dem Umsatz erwirtschaftete Krones von Januar bis März 2012 ein Ergebnis vor Steuern (EBT) von 32,5 Mio. Euro. Damit unterschritt das Ergebnis das Vorjahresniveau von 35,2 Mio. Euro um 7,7%, und die EBT-Marge (das Ergebnis vor Steuern im Verhältnis zum Umsatz) fiel auf 5,0% (Vorjahr: 5,8%) zurück. Die Gesellschaft sieht sich aber auch hier im Plan und ist zuversichtlich, im Gesamtjahr 2012 eine insgesamt höhere Marge als 5% zu erzielen. Unter der Voraussetzung einer weiterhin positiven Entwicklung der Weltwirtschaft rechnet Krones aus heutiger Sicht damit, im kommenden Jahr ein Umsatzwachstum von 5% bis 7% zu erreichen.

## RECHTSSTREIT SCHWELT WEITER

Dämpfend auf die Ertragskraft von Krones könnte sich noch ein in den Vereinigten Staaten anhängiger Rechtsstreit auswirken.

## RISIKEN

- Personalaufbau könnte bei Nachfrageeinbruch zu deutlichem Gewinnrückgang führen
- Stärkerer Wettbewerb im unteren Preissegment
- Nachfrageschwäche in China
- US-Klage
- Wachstumsabschwächung in Europa

Bei dem Streit geht es um Abfüllanlagen im Gesamtwert von 100 Mio. US-Dollar, die Krones in den Jahren 2005 und 2006 an das US-Unternehmen Le-Nature's geliefert hatte. Aufgrund krimineller Machenschaften ging Le-Nature's pleite. Zwar hält sich der finanzielle Schaden für Krones wegen nicht bezahlter Rechnungen in Grenzen, doch mehrere US-Finanzdienstleister verklagten Krones auf Schadenersatz, weil sie die Deutschen als Betrugsprofiteur ansehen. Eine Einigung steht weiterhin aus und das Verfahren könnte sich weiter in die Länge ziehen. Krones bezifferte diese mögliche Belastung auf einen niedrigen bis mittleren zweistelligen Millionenbetrag. Wir gehen von Rückstellungen von 35 Mio. Euro aus.

## AKTIE UNATTRAKTIV

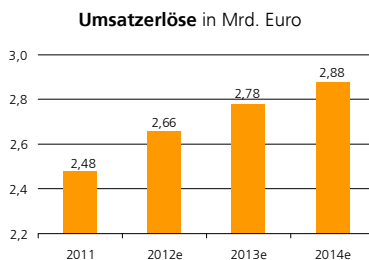
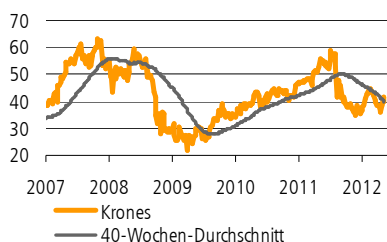
Das Management plant wie bereits in den vergangenen Jahren, 2012 die Ergebnismarge bei der italienischen Tochter Kosme zu erreichen. Dieses Konzernunternehmen bedient das untere Leistungssegment und verursacht steigende Verluste. Bei qualitativ höherwertigen Maschinen ist derzeit keine Verbesserung der Preisqualität in Sicht, obwohl sich die Auftragslage deutlich verbessert hat. Nach der Analyse des Quartalsberichts haben wir zwar unsere Schätzungen erhöht, sehen die Aktie nach dem jüngsten Kursanstieg (plus 15% seit Anfang April) jedoch nicht für attraktiv bewertet an. Die Risiken sind noch zu umfangreich, sodass wir für den Titel die Anlageempfehlung Verkaufen aussprechen.

<b>Krones</b>	<b>Xetra-Schlusskurs am 14.5.2012: 39,33 Euro</b>	<b>Branche:</b>	<b>Investitionsgüter</b>	
		<b>ISIN:</b>	<b>DE 000 633500 3</b>	

Jahr <sup>*)</sup>	Umsatz in Mrd. Euro <sup>**)</sup>	Ergebnis je Aktie <sup>**)</sup>	KGV	Dividende je Aktie <sup>**)</sup>	Dividendenrendite
2011	2,48	1,42	27,7	0,00	0,0%
2012e	2,66	3,51	11,2	1,20	3,1%
2013e	2,78	4,08	9,6	2,00	5,1%
2014e	2,88	4,55	8,6	2,50	6,4%

Fairer Wert je Aktie: 40 Euro

Marktkapitalisierung: 1,19 Mrd. Euro • Streubesitz: 42,2% • Dividendentermin: 14.6.2012  
Hauptversammlung: 13.6.2012 • Vergleichswerte: Gea Group, IMA, Alfa Laval AB



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

## RATING-HISTORIE

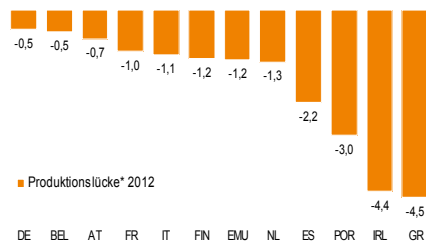
Empfehlung	Datum	Kurs
Kaufen	4.5.2011	55,55 Euro

**VOLKSWIRTSCHAFT**

# GEFAHR EINER LOHN-PREIS-SPIRALE IN DEUTSCHLAND

Der jüngste Tarifabschluss im öffentlichen Dienst wird dort die Gehälter in den nächsten 18 Monaten um 6,3% steigen lassen. In die gleiche Richtung weisen die Lohnforderungen in anderen Branchen. So verlangt die IG Metall in der laufenden Tarifrunde 6,5%, die IG BCE für die Chemieindustrie 6,0%. Nicht erst wegen der aktuellen Lohnentwicklung werden in Deutschland allerdings die Gefahren einer Lohn-Preis-Spirale wieder diskutiert. Auch andere Faktoren sprechen dafür, dass die heimischen Teuerungsraten in den kommenden Jahren kräftiger anziehen dürften.

**BEREITS HOHE KAPAZITÄTSAUSLASTUNG**

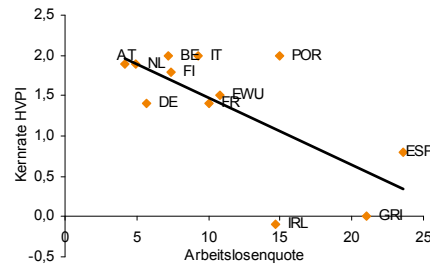


Quelle: EU-Kommission \* Produktionslücke: geschätzte Differenz zwischen aktuellem und Normaloutput

**GUTE DEUTSCHE KONJUNKTUR**

Die deutsche Wirtschaft befindet sich relativ zu anderen Euro-Ländern in einer ausgesprochen guten Verfassung. Die Kapazitätsauslastung (siehe Graphik oben) ist vergleichsweise hoch, und während im übrigen Europa die Arbeitslosigkeit von einem Rekordstand zum nächsten klettert ist die Entwicklung am deutschen Arbeitsmarkt ausgesprochen positiv. Die Arbeitslosenquote in Deutschland gehört im EWU-Vergleich zu den niedrigsten. Gemäß der ökonomischen Theorie sprechen aber sowohl eine hohe Kapazitätsauslastung als auch eine geringe Arbeitslosigkeit für wachsenden Inflationsdruck. Für den Arbeitsmarkt ist dieser Zusammenhang als sogenannte „Philips-Kurve“ (siehe folgende Graphik) bekannt geworden, wonach eine niedrige Arbeitslosigkeit mit höheren Inflationsraten (und umgekehrt) verbunden ist.

**PHILIPS-KURVE FÜR DIE EUROZONE**



Quelle: Eurostat, eigene Darstellung

**GELDPOLITIK ZU EXPANSIV**

Erschwerend kommt hinzu, dass die auseinanderklaffende wirtschaftliche Entwicklung in Euroraum die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank vor immense Probleme stellt, da sich diese an einem Mittelwert ausrichten muss. Letzteres ist zwar nicht neu, nur haben sich die Verhältnisse seit den Anfangsjahren der Währungsunion umgekehrt. Damals war das Zinsniveau für die stärker wachsenden Länder in im Süden Europas oder in Irland viel zu niedrig, was den dortigen Wirtschaftsboom zusätzlich befeuerte und zur heutigen Krise beigetragen hat. Inzwischen hat sich Deutschland vom Nachzügler zur Wachstumslokomotive des Euro-raums gewandelt, und der Durchschnittszins ist der Dynamik der heimischen Wirtschaft nicht mehr angemessen. Die Gefahr, dass sich deshalb hierzulande eine inflationäre Entwicklung aufbaut, erscheint auch wegen der insgesamt expansiveren Geldpolitik der EZB größer zu sein als in früheren Jahren.

**NACHHOLBEDARF BEI DEN LÖHNEN**

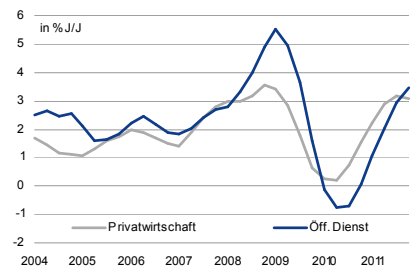
Hinzu kommt, dass es den deutschen Gewerkschaften in den kommenden Jahren nicht nur um Reallohnsicherung und Teilhabe am Konjunkturaufschwung gehen dürfte, sondern auch um eine Kompensation für die Jahre der Lohnzurückhaltung. Zwischen 2004 und 2007 sind die deutschen Tariflöhne im Durchschnitt schließlich nur um 1,8% pro Jahr gestiegen. Mit dieser moderaten Lohnanpassung und den gleichzeitig durchgeführten strukturellen Reformen, vor allem am Arbeitsmarkt, dürften zwar erst die Vor-

aussetzungen für die heutige günstige Ausgangslage geschaffen worden sein. Dennoch signalisiert die jüngste Lohnentwicklung aber bereits klar das Bedürfnis nach einem „Nachschlag“.

**INTERNATIONALER DRUCK**

Auch von internationaler Seite könnten hohe Gewerkschaftsforderungen wohlwollend unterstützt werden, würde Deutschland so doch einen Teil seines damals aufgebauten Wettbewerbsvorsprungs wieder einbüßen. Die deutsche Politik dürfte dem wenig entgegensetzen, sondern ebenfalls bestrebt sein, mit einer stärkeren Binnen-nachfrage ihre Bereitschaft für zusätzliche Wachstumsimpulse im Euroraum zu dokumentieren. Nach Ansicht der Volkswirte der

**LÖHNE UND GEHÄLTER STEIGEN KRÄFTIG**



Quelle: Statistisches Bundesamt, geglättete Daten

DZ BANK spricht daher viel dafür, dass die deutsche Inflationsrate in den kommenden Jahren über den Durchschnitt der EWWU steigen wird und sich zumindest in Richtung 3% bewegen könnte. Im Hinblick auf einen notwendigen Abbau der inneren Ungleichgewichte im Euroraum mag man dies zwar als eine durchaus erwünschte Entwicklung ansehen. Für deutsche Kapitalanleger wird die anziehende heimische Teuerung in den kommenden Jahren aber reale Verluste sowohl bei geldmarktnahen Anlagen als auch bei niedrig verzinslichen Staatsanleihen mit sich bringen. Die Bedeutung von Aktieninvestments könnte vor diesem Hintergrund wachsen, bieten diese doch zumindest die Chance für einen realen Vermögenserhalt beziehungsweise darüber hinausgehende Wertzuwächse.

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

AKTIENZERTIFIKAT

# ZINSFIX CONTROL DEUTSCHLAND 2012/6

Bei der Betrachtung der fundamentalen Marktdaten zum deutschen Aktienindex DAX war über Wochen die zunehmende Diskrepanz zwischen steigenden Kursen und stagnierenden Gewinnschätzungen augenfällig. Die aktuelle Konsolidierung stellt somit keine Überraschung dar. Zunächst dürfte das Fahrwasser für die europäischen Leitindizes stürmisch bleiben. Wenn die Ergebnisse der jüngsten Wahlen (das irische Referendum über den europäischen Rettungsschirm steht noch aus) verdaut sind, dürften die Kapitalmärkte wieder zur Tagesordnung übergehen, zumal verschiedene Frühindikatoren bessere konjunkturellen Aussichten bis in den Herbst hinein andeuten. Zusätzlich könnte die Hoffnung spekulativer Marktteilnehmer auf weitere geldpolitische Lockerungen der Notenbanken für neue Kursphantasie sorgen. Der DAX hat daher ein Tradingpotenzial bis auf die alten Jahreshochs um 7.200 Punkte. Spätestens im Herbst dürfte die europäische Politik

rund um die Schuldenkrise erneut diskutiert werden, weshalb wir an unseren Prognosen zum Jahresende (DAX 6.600 Punkte, Euro Stoxx 50 2.550 Punkte) festhalten.

## FESTER KUPON VON 4%

Auf diese Markterwartung ist das Zertifikat Zinsfix Control Deutschland 2012/6 zugeschnitten. Dabei handelt es sich um ein Zertifikat (Inhaberschuldverschreibung), das unabhängig von der Wertentwicklung des Basiswerts an jedem Zahlungstermin einen festen Kupon zahlt. Im vorliegenden Fall sollte der Anleger davon ausgehen, dass der Kurs des dem Zertifikat zugrunde liegenden Basiswerts, also des DAX Performanceindex, an allen Beobachtungstagen immer über der Barriere notieren wird. Die Höhe der Auszahlung am Fälligkeitstag ist abhängig vom Kurs des Basiswerts an den Beobachtungstagen (Beobachtungspreis) und wird am Bewertungstag wie folgt ermittelt:

## ANLAGEORIENTIERUNG

konservativ risikoscheu **risikobereit** spekulativ hoch spekulativ

Risikobereit bedeutet in diesem Zusammenhang: Sicherheit und Liquidität werden höherer Renditeerwartung untergeordnet; langfristige Rendite-/kursgewinnorientiert; Toleranz gegenüber mäßigen bis teilweise starken Kursschwankungen und gegebenenfalls Kapitalverlusten.

### SCENARIO 1:

Jeder Beobachtungspreis notiert an allen Beobachtungstagen über der Barriere: Die Auszahlung erfolgt zum Basisbetrag.

### SCENARIO 2:

Mindestens ein Beobachtungspreis notiert an mindestens einem Beobachtungstag auf oder unter der Barriere: Die Auszahlung erfolgt gemäß der prozentualen Wertentwicklung des Basiswerts am Bewertungstag bezogen auf den Startpreis.

Das Zertifikat besitzt eine effektive Renditechance von 3,21 % p. a. falls am Fälligkeitstag eine Auszahlung zu 100 Euro pro Zertifikat erfolgt. Für den Fall, dass die Auszahlung gemäß der prozentualen Wertentwicklung des Basiswerts am Bewertungstag bezogen auf den Startpreis erfolgt, kann die effektive Rendite vorab nicht bestimmt werden. Der Kurs des Zertifikats ist insbesondere abhängig von der Wertentwicklung des Basiswerts, muss damit aber nicht übereinstimmen. Der Kurswert des Zertifikats kann auch unter dem Basisbetrag liegen. Weitere Einflussfaktoren auf die Kursentwicklung sind beispielsweise die Kursschwankungen (Volatilität) und die Dividendenrendite des Basiswerts, die Zinsentwicklung, eine Veränderung der Bonität der Emittentin sowie die Restlaufzeit des Zertifikats. Ein gänzlicher Verlust des eingesetzten Kapitals ist trotz Sicherheitspuffer von mindestens 48% möglich. Ein Totalverlust tritt ein, wenn der Referenzpreis bei Null liegt. Sowohl der anfängliche Ausgabepreis des Zertifikats als auch die während der Laufzeit von der Emittentin gestellten An- und Verkaufspreise basieren auf internen Preisbildungsmodellen. In diesen Preisen sind grundsätzlich die Kosten der Emittentin enthalten.

## PRODUKTDATEN: ZINSFIX CONTROL DEUTSCHLAND 2012/6

WKN / ISIN	AK0CQ2 / DE000AK0CQ28
Emittentin	DZ BANK AG (Rating Fitch: A+)
Basiswert	DAX Performanceindex (ISIN: DE0008469008)
Basisbetrag	100 Euro pro Zertifikat, kleinste handelbare Einheit: 1 Zertifikat
Emissionsvaluta	22.6.2012
Zeichnungsfrist	07.05. bis 15.06.2012, 14.00 Uhr (Die Zeichnungsfrist kann durch die Emittentin früher beendet werden)
Kuponzahlungen	4,00 Euro pro Zertifikat an jedem Zahlungstermin
Zahlungstermine	24.06.2013 und 23.06.2014 bzw. der jeweils darauf folgende Bankarbeitstag
Mögliche Auszahlungsbeträge pro Zertifikat am Fälligkeitstag	- 100 Euro, wenn kein Beobachtungspreis auf oder unter der Barriere notiert - Entsprechend der prozentualen Wertentwicklung des Basiswerts am Bewertungstag bezogen auf den Startpreis, wenn mindestens ein Beobachtungspreis auf oder unter der Barriere notiert. Die Formel zur Berechnung des Auszahlungsbetrags lautet: (Referenzpreis / Startpreis) x Basisbetrag Max. 52 % des Startpreises (entspricht einem Sicherheitspuffer von mind. 48 %); Endgültige Festlegung am 15.06.2012. Die endgültig festgelegte Barriere wird auf <a href="http://www.akzent-invest.de">www.akzent-invest.de</a> veröffentlicht.
Barriere	Max. 52 % des Startpreises (entspricht einem Sicherheitspuffer von mind. 48 %); Endgültige Festlegung am 15.06.2012. Die endgültig festgelegte Barriere wird auf <a href="http://www.akzent-invest.de">www.akzent-invest.de</a> veröffentlicht.
Startpreis	Schlusskurs des Basiswerts am Starttag
Starttag	15.06.2012
Referenzpreis	Schlusskurs des Basiswerts am Bewertungstag
Beobachtungspreis	Jeder Kurs des Basiswerts an einem Beobachtungstag
Beobachtungstage	Jeder übliche Handelstag vom 18.06.2012 bis 18.06.2014
Bewertungstag	18.06.2014
Fälligkeitstag	3 Bankarbeitstage nach dem Bewertungstag, voraussichtlich: 23.06.2014
Stückzinsberechnung	Es erfolgt keine separate Stückzinsberechnung. Die zu erwartende Kuponzahlung wird anteilig im Stückkurs berücksichtigt.
Börsennotierung	voraussichtlich am 23.07.2012 im Freiverkehr in Frankfurt und / oder Stuttgart
Kursinformation	Bei Ihrer Hausbank oder unter <a href="http://www.akzent-invest.de">www.akzent-invest.de</a>

Der bezüglich des öffentlichen Angebots von der DZ BANK veröffentlichte Basisprospekt wird zusammen mit den zugehörigen Endgültigen Bedingungen zur kostenlosen Ausgabe bei der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, F/GTKR, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main, bereitgehalten und kann zudem im Internet unter [www.eniteo.de](http://www.eniteo.de) abgerufen werden.

## DIE NACHFOLGENDEN ERLÄUTERUNGEN (1-6) BEZIEHEN SICH AUF DIE ANGEGBENEN 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:

15.5.2012 / 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:** 716460

### © 2012

### Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht  
Lurgiallee 12  
60439 Frankfurt.