

BIOTECHNOLOGIE

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Evotec⁶⁾

Reuters: EVTG.DE

Bloomberg: EVT GY

Jahr *	Umsatz		Bereinigtes IFRS-Ergebnis je Aktie		Cashflow je Aktie		KGV	KCF	Dividende je Aktie
	Mio. EUR	()	EUR	()	EUR	()			
2009	42,7	(42,7)	-0,43	(-0,43)	-0,38	(-0,38)	-	-	0,00
2010e	54,0	(53,0)	0,00	(0,00)	0,05	(0,05)	n.a.	55,1	0,00
2011e	63,9	(62,7)	0,02	(0,02)	0,07	(0,07)	146,5	42,2	0,00
2012e	73,5	(72,1)	0,04	(0,03)	0,09	(0,08)	75,0	32,8	0,00

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

Auch 2011 sollte der Aufwärtstrend weitergehen

- » **Neue Forschungsallianzen I:** in den letzten Wochen konnte das Unternehmen neue Kooperationen abschließen, eine davon mit der Merck KGaA zur gemeinsamen Entwicklung präklinischer Wirkstoffe zur Behandlung neurologischer Erkrankungen.
- » **Neue Forschungsallianzen II:** Daneben konnte eine Vereinbarung mit MedImmune/ AstraZeneca geschlossen werden zur Behandlung metabolischer Erkrankungen. Durch Regeneration Insulin produzierender Betazellen soll eine Alternative in der Behandlung der Zivilisationskrankheiten Diabetes-1 und 2 erreicht werden. Neben 5 Mio. Euro Vorabzahlung und Erstattung von Kosten für Forschungsaktivitäten könnte alleine dieses Projekt bis zu 254 Mio. Euro an Meilensteinzahlungen zzgl. Umsatzbeteiligungen erbringen.
- » **Weiteres Aufwärtspotential:** Ähnliche regenerative Behandlungsansätze und damit Forschungsallianzen sind auch bei weiteren Zivilisationskrankheiten wie chronischem Nierenversagen oder Herzversagen denkbar. Weitere Meilensteinzahlungen, Forschungsfinanzierung und mögliche Umsatzbeteiligungen wären die Folge.
- » **Umsätze:** für 2010 erwarten wir nun mit 54 Mio. Euro Umsätze am oberen Ende des Ausblicks (52-54 Mio. Euro). Das Ziel von >15% Umsatzwachstum in 2011 ist u.E. erreichbar.

Der Abschluss der neuen Kooperationsverträge bestätigt die Reputation von Evotec als Auftragsforschungsunternehmen und die Expertise in Indikationen mit hohem medizinischen Bedarf. Der Erwerb der Develogen hat sich damit u.E. bereits ausgezahlt und bietet darüber hinaus zusätzliche Möglichkeiten, lukrative Forschungsallianzen abzuschließen. Das Ziel einer nachhaltigen Profitabilität „spätestens in 2012“ dürfte bereits in 2011 auf der Tagesordnung stehen. Kaufen! Neuer Fairer Wert 3,50 Euro.

Ausgewählte Unternehmen	Kurs am	KGV		EV / EBITDA		EV /	Anl.-urteil
	10.1.2011	11e	12e	11e	12e	Umsatz 11e	
Evotec	3,08 EUR	146,5	75,0	34,3	24,5	4,73	↑
Galapagos Genomics	11,96 EUR	26,2	26,6	11,3	9,5	1,39	-
WuXi Pharmatech	17,44 USD	15,3	12,9	8,8	7,0	2,74	-
Evolva	1,72 CHF	-	-	-	-	9,97	-
MorphoSys	18,19 EUR	31,2	19,4	10,1	6,4	2,54	↑
Median bez. auf alle Vergleichswerte		26,0	21,2	10,1	8,8	6,11	-

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

AKTIEN

Flash
11.1.2011

Kaufen (zuvor Kaufen)

Schlusskurs am 10.1.2011

(in EUR): 3,08

Fair Value: 3,50 (zuvor 3,00)

Risikoklasse: 4

Finanzkennzahlen 2011e:

Buchwert je Aktie (in EUR): 1,12
EK-Quote (in %): 72,9
Nettorendite (in %): 3,5
ROE nach Steuern (in %): 1,7
Dividendenrendite (in %): 0,0
Free Cashflow (in Mio. EUR): 8,0
Net Debt (in Mio. EUR): -54,7

Anzahl Aktien

(Mio. Stück): 115,7

Marktkapitalisierung

(in Mio. EUR): 356,11

Free Float (in %): 76,0

WKN: 566480

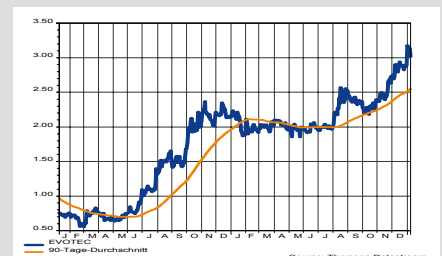
ISIN: DE0005664809

Datastream: D:EVTX

Nächster Newsflow:

Bericht 4. Quartal 21.03.2011

Hauptversammlung 16.06.2011



Ersteller: Dr. Elmar Kraus, Analyst

DZ BANK
Zusammen geht mehr.

AUCH 2011 SOLLTE DER AUFWÄRTSTREND ANHALTEN

Neue Forschungsallianzen bereiten den Weg

Neue Allianz mit der Merck KGaA

In den letzten Wochen konnte das Unternehmen neue Kooperationen abschließen, eine davon mit der Merck KGaA zur gemeinsamen Entwicklung präklinischer Wirkstoffe zur Behandlung neurologischer Erkrankungen. Im Rahmen dieser Allianz wird Evotec die Bereiche in-vitro Biologie, medizinische Chemie sowie in-vitro- und in-vivo-Pharmakokinetik bearbeiten. Darüber hinaus wird Evotec mit der Identifizierung und Optimierung neuartiger, niedermolekularer Wirkstoffe gegen ein speziell ausgewähltes Target betraut.

Allianz zu metabolischen Erkrankungen

Daneben konnte über die Neuerwerbung Develogen eine Vereinbarung mit MedImmune, der globalen Biologie-Geschäftseinheit von AstraZeneca, geschlossen werden. Ziel der Allianz ist eine neue Alternative in der Behandlung der Zivilisationskrankheiten Diabetes-1 und 2 durch eine Regeneration von Insulin produzierenden Betazellen.

Diese erste Zusammenarbeit auf dem Gebiet der Betazellregeneration basiert auf der Technologie der im September für bis zu 14 Mio. Euro in Aktien erworbenen Develogen. Neben 5 Mio. Euro Vorabzahlung und der Erstattung von Kosten für Forschungsaktivitäten im Rahmen des Programms könnte alleine dieses Projekt bis zu 254 Mio. Euro an Meilensteinzahlungen sowie Umsatzbeteiligungen abwerfen. Die Meilensteinzahlungen selbst sind abhängig vom Erreichen verschiedener klinischer sowie regulatorischer und auch kommerzieller Ereignisse.

Der jüngst erfolgte Erwerb der Develogen hat sich damit u.E. bereits ausgezahlt. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit, weitere lukrative Forschungsallianzen abzuschließen, da ähnliche regenerative Behandlungsansätze und damit Forschungsallianzen auch bei weiteren Zivilisationskrankheiten wie chronischem Nierenversagen oder Herzversagen denkbar sind. Weitere Meilensteinzahlungen, Forschungsfinanzierung sowie mögliche Umsatzbeteiligungen wären die Folge.

Upside durch weitere Assets der erworbenen Develogen

1.) Bei der Übernahme der Develogen wurde ebenfalls eine integrierte Forschungsvereinbarung mit Boehringer Ingelheim im Bereich niedermolekularer chemischer Verbindungen erworben, die auf die Behandlung von Insulinresistenz (Diabetes Typ 2) abzielen. Hieraus wird Evotec laufende Forschungszahlungen erhalten und hat Anspruch auf potenzielle Meilensteinzahlungen von bis zu 237 Mio. Euro sowie Umsatzbeteiligungen nach Markteintritt.

2.) Daneben erwarb Evotec ebenfalls eine Entwicklungspartnerschaft mit der zum Teva-Konzern gehörenden Andromeda. Der Entwicklungskandidat DiaPep277, eine synthetische immunmodulatorische Substanz zur Behandlung von Diabetes Typ 1, befindet sich derzeit in der entscheidenden klinischen Phase-III-Studie. Auch hier hat Evotec Anspruch auf Meilensteinzahlungen sowie Umsatzbeteiligungen nach Markteinführung erworben.

Der Vertrag zum Erwerb der Develogen sieht dabei vor, dass jeweils 30% der zukünftigen Meilensteinzahlungen und Umsatzbeteiligungen den ursprünglichen Anteilseignern von Develogen zustehen, während 70% Evotec zufallen.

Neue neurologische Allianz mit der Merck KGaA

Erste Allianz zu metabolischen Erkrankungen mit Astra Zeneca

Vorabzahlung von 5 Mio. Euro und hohe Meilensteinzahlungen vereinbart

Anwendung auf weitere Zivilisationskrankheiten denkbar

Weiteres Projekt mit Boehringer

Immunmodulator in Phase III

70% des upside-Potentials stehen Evotec direkt zu

Status ausgewählter Projekte

Für das im Auftrag von Roche als Anti-Depressivum entwickelte EVT101 wurde Mitte des Jahres der Start der klinischen Phase II-Studie bekannt gegeben. Ergebnisse werden im ersten Halbjahr 2012 erwartet. Bei Übernahme durch Roche winken 65 Mio. USD Einmalzahlung sowie weitere erfolgsabhängige Zahlungen in Höhe von 300 Mio. USD.

Option auf 65 Mio. USD abhängig von Ergebnissen der klinischen Phase II-Studie mit EVT101

Das Schlafmittel EVT201 wurde im Oktober an die chinesische Jingxin Pharmaceutical auslizensiert. Jingxin plant die Entwicklung für China in 2011 mit einer Phase I und dem Start einer Phase II-Studie voranzutreiben. Neben einer geringfügigen Vorabzahlung erhält Evotec Meilensteinzahlungen und signifikante Umsatzbeteiligungen sowie das Recht, die erhaltenen klinischen Ergebnisse zur potentiellen Weiterentwicklung von EVT201 in anderen Ländern zu nutzen.

Schlafmittel EVT201 bereits nach China auslizensiert

Listing in USA zurückgezogen

Nachdem im Rahmen des Kostensenkungsprogramms im November 2009 bereits die De-Registrierung von der US-Technologiebörse Nasdaq eingeleitet worden war, beantragte Evotec nun Ende Dezember 2010 bei der US-Börsenaufsicht SEC die tatsächliche De-Registrierung, die nun voraussichtlich Ende März 2011 wirksam wird. Die hohe Liquidität der Aktie sollte erhalten bleiben.

De-Registrierung an der US-Börse ohne erwartete Auswirkung auf die Liquidität.

Umsatzerwartungen 2010 und 2011

Für 2010 erwarten wir nun Umsätze von 54 Mio. Euro und damit am oberen Ende des Ausblicks für 2010 (52-54 Mio. Euro). Für 2011 ist kein Auslaufen von Forschungsallianzen zu erwarten. Unter Berücksichtigung der beiden neuen Forschungsallianzen sollte das auch für 2011 ausgegebene Ziel für das Umsatzwachstum von >15% (DZ BANKe: 18%) erreichbar sein.

Umsatz 2010e am oberen Ende der Erwartungen; 15%-Umsatzplus für 2011 u.E. gut erreichbar

Zusammenfassung und Anlageurteil

Die jüngsten Abschlüsse neuer Kooperationsverträge bestätigen die Reputation von Evotec als Auftragsforschungsunternehmen und die Expertise in Indikationen mit hohem und wachsendem medizinischem Bedarf. Der erst im September 2010 abgeschlossene Erwerb der Develogen hat sich u.E. durch den jüngsten Vertrag mit MedImmune/ AstraZeneca bereits ausgezahlt. Darüber hinaus dürfte die erworbene Plattform die Möglichkeit bieten, weitere lukrative Forschungsallianzen einzugehen oder diese Allianz auf weitere Indikationen auszuweiten.

Asuweiterung der lukrativen Allianzen möglich

Da wir bereits 2010 mit einem Jahresgewinn rechnen und in 2011 zudem keine Forschungsallianzen auslaufen, aktuell aber zwei Allianzen hinzukommen, dürfte das vom Management ausgegebene Ziel einer nachhaltigen Profitabilität „spätestens in 2012“ bereits in 2011 klar auf der Tagesordnung stehen. In 2012 stehen dann wichtige Ergebnisse klinischer Studien (EVT101 sowie DiaPep 277) an, die potentiell Wert steigernd sind und kein/nur ein minimales Downside beinhalten, da die Durchführung durch die jeweiligen Partner (Roche bzw. Teva/Andromeda) bereits voll finanziert ist.

Nachhaltige Profitabilität dürfte bereits 2011 auf der Tagesordnung stehen.

Mit einem neuen fairen Wert von 3,50 Euro bestätigen wir unsere Kaufempfehlung.

Neuer fairer Wert: 3,50 Euro Kaufempfehlung

Evotec - Auf einen Blick

Unternehmensbeschreibung

Evotec fokussiert sich auf Auftragsforschung vorrangig für die Pharmaindustrie und profitiert dabei von dem anhaltenden Trend zur Auslagerung auch von Forschungsdienstleistungen an externe Dienstleister. Eine Spezialisierung auf kommerziell interessante Indikationen und längerfristig angelegte Forschungsallianzen sollten Umsatz und Profitabilität nachhaltig sichern können.

Zusätzlich zu den Gebühren für die Auftragsarbeiten erhält die Firma Meilensteinzahlungen beim Erreichen von Forschungsfortschritten oder Vermarktungszielen sowie Umsatzbeteiligungen nach Markteintritt. Im Gegensatz zur früheren Unternehmensstrategie werden eigene Entwicklungsprojekte nur noch bis zu einem gewissen Reifegrad eigenständig und auf eigene Kosten entwickelt.

Begründung des Anlageurteils

Der Abschluss der **neuen Kooperationsverträge** bestätigt die **Reputation** von Evotec als Auftragsforschungsunternehmen und die **Expertise** in Indikationen mit weiterhin hohem medizinischen Bedarf. Der kürzliche Erwerb der Develogen bietet **weitere Möglichkeiten**, lukrative Forschungsallianzen in dem bislang nicht abgedeckten Bereich der metabolischen Erkrankungen abzuschließen. In 2011 ist kein Auslaufen von Forschungsallianzen zu erwarten, so dass das vom Management ausgegebene **Ziel einer nachhaltigen Profitabilität** „spätestens in 2012“ bereits in 2011 klar auf der Tagesordnung stehen dürfte. In 2012 stehen dann wichtige Ergebnisse klinischer Studien (EVT101 sowie DiaPep 277) an, die potentiell Wert steigernd sind.

Kursrelevante aktuelle Themen

- » Ein weiterer Ausbau von Forschungsallianzen
- » Schaffung kritischer Masse durch weitere Übernahmen
- » Entwicklungsfortschritte bei Partnern

Chancen und Risiken

Chancen	Risiken
Anhaltender Trend zum Out-Sourcing auch früher Entwicklungsstadien	Aufbau von Expertise nicht in gefordertem Maße möglich
Fokussierung auf Auftragsentwicklung zulasten eigener Entwicklungsprojekte verringert Interessenkonflikte	Entwicklungsfehlschläge bei Partnern
Ergänzung der Expertise im Wachstumsbereich metabolische Erkrankungen durch Akquisition der Develogen	

Dienstleister im Bereich Forschung und Entwicklung

Umsätze durch Kostenerstattung, Meilensteinzahlungen und Umsatzbeteiligungen

Nachhaltige Profitabilität sollte bereits 2011 anstehen

Die Chancen überwiegen

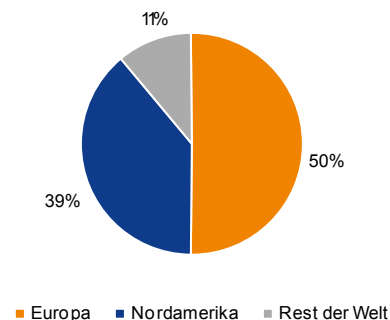
¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

KENNZAHLEN

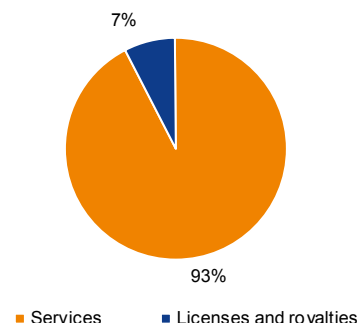
Euro	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
GuV-Kennzahlen					
Umsatzerlöse (in Mio.)	42,7	54,0	63,9	73,5	82,6
EBITDA-Rendite	-87,5%	11,0%	13,8%	16,3%	18,0%
EBIT-Rendite	-99,1%	1,0%	5,0%	8,5%	11,0%
Nettorendite	-106,6%	1,2%	3,5%	6,0%	7,8%
Investitionsquote	0,0%	64,8%	1,6%	1,4%	1,2%
F&E-Quote	49,1%	12,0%	14,5%	13,5%	12,0%
Verwalt. u. Vertriebskosten / Umsatz	39,1%	29,0%	26,5%	25,0%	24,0%
Sonst. betr. Aufw. u. Ertr. / Umsatz	54,1%	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Finanzergebnis / Umsatz	-5,9%	0,6%	0,1%	0,1%	0,2%
Zinsdeckungskoeffizient					
Dschn. Umsatzwachstum nächste 5 J.	16,3%				
Dschn. Ergebniswachstum nächste 5 J.					
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen					
Eigenkapitalrendite (ROE)	-40,8%	0,5%	1,7%	3,3%	4,6%
Betriebskapitalrendite (ROCE)	-73,1%	0,6%	3,8%	7,8%	12,2%
Produktivitätskennzahlen					
Umsatz je Mitarbeiter (in Tsd.)	94,54	106,52	118,02	129,26	138,49
EBIT je Mitarbeiter (in Tsd.)	-93,69	1,07	5,90	10,99	15,23
Bilanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	76,0%	73,5%	72,9%	72,6%	72,6%
Anlagendeckungsgrad	154,8%	145,2%	155,0%	168,6%	186,3%
Liquidität (Quick Ratio)	250,3%	222,9%	233,7%	249,5%	269,4%
Forderungen / Umsatz	10,6%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Investitionen / Abschreibungen		649,5%	17,9%	17,6%	17,3%
Working Capital-Quote	-16,1%	-9,0%	-8,1%	-7,4%	-6,9%
Net Debt (in Mio.)	-44,0	-47,4	-54,7	-64,4	-76,1
Net Debt komplett (in Mio.)	-55,5	-44,8	-52,0	-61,4	-73,0
Kennziffern je Aktie					
Ergebnis je Aktie, verwässert	-0,43	0,00	0,02	0,04	0,06
Cash Earnings je Aktie, verwässert	-0,38	0,05	0,07	0,09	0,11
Dividende je StA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash je Aktie, verwässert	0,30	0,13	0,19	0,27	0,37
Net Debt je Aktie, verwässert	-0,40	-0,41	-0,47	-0,56	-0,66
Bewertungskennzahlen					
Enterprise Value / Umsatz	4,4	5,4	4,7	4,0	3,4
Enterprise Value / EBITDA		49,2	34,3	24,5	18,9
Enterprise Value / EBIT		539,2	94,6	46,9	30,9
EV/Umsatz zu Umsatzwachstum	0,28	0,33	0,29	0,24	0,21
PEG-Ratio StA					
Geschäftsjahresende per 31.12.					

Quelle: Evotec, DZ BANK Schätzung

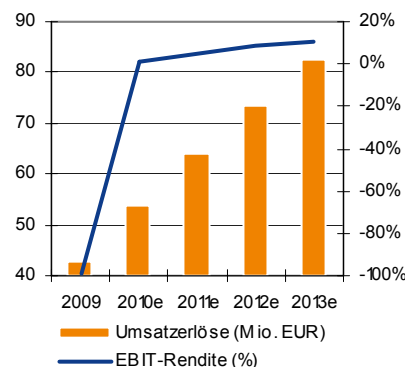
UMSATZ NACH REGIONEN 2009



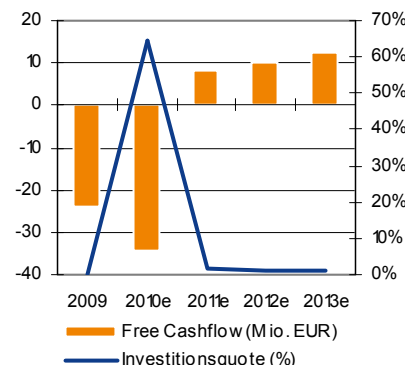
UMSATZ NACH GESCHÄFTSFELDERN 2009



UMSATZ- UND MARGENTWICKLUNG



FREE CASHFLOW UND INVESTITIONSQUOTE



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

RESEARCH-TEAM LIFE SCIENCE

Dr. Christa Bähr, CFA	Healthcare	+49 – (0)69 – 74 47 – 72 42	christa.baehr@dzbank.de
Michael Bissinger, CIIA	Healthcare	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 20 13	michael.bissinger@dzbank.de
Dr. Elmar Kraus	Biotechnologie/Pharma	+49 – (0)69 – 74 47 – 22 48	elmar.kraus@dzbank.de
Thomas Maul	Pharma/Pharmahandel	+49 – (0)69 – 74 47 – 16 04	thomas.maul@dzbank.de

SALES INSTITUTIONELLE**Equity Sales**

Deutschland	Kai Böckel	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 28	kai.boeckel@dzbank.de
Benelux, Skandinavien	Heiko Klebing	+49 – (0)69 – 74 47 – 49 95	heiko.klebing@dzbank.de
Schweiz	Petra Bukan	+49 – (0)69 – 74 47 – 4992	petra.bukan@dzbank.de
Österreich	Thomas Reichelt	+49 – (0)69 – 74 47 – 6709	thomas.reichelt@dzbank.de
UK	Jonathan Cox Lars Wohlers	+44 - 20 - 7776 – 6075 +49 – (0)69 – 74 47 – 68 34	jonathan.cox@dzbank.de lars.wohlers@dzbank.de

Sales Trading

Sales Trading	Sacha Kaiser	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 28 28	sacha.kaiser@dzbank.de
---------------	--------------	-------------------------------	------------------------

Derivatives Sales

Derivatives Sales	Michael Menrad	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 91 95	michael.menrad@dzbank.de
-------------------	----------------	-------------------------------	--------------------------

ZUGANG ZU DZ RESEARCH (KONTAKT ANJA.BECK@DZBANK.DE)

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

ANSPRECHPARTNER DEPOT A

Depot A Sales Aktien/Rohstoffe	Sven Köhler	+49 – (0)69 – 74 47 – 78 71	sven.koehler@dzbank.de
--------------------------------	-------------	-----------------------------	------------------------

ANSPRECHPARTNER SALES RETAIL

Sales Produktlösungen (Derivate/Bonds)		+49 – (0)69 – 74 47 – 4 23 67	markus.reitmeier@dzbank.de
--	--	-------------------------------	----------------------------

IMPRESSUM

Herausgeber: DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main
 Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorsitzender), Lars Hille, Wolfgang Köhler, Hans-Theo Macke, Albrecht Merz, Thomas Ullrich, Frank Westhoff
 Verantwortlich: Stefan Bielmeier, Leiter Research und Volkswirtschaft
 Verantwortlich: Dr. Lothar Weniger, Leiter Aktienresearch
 © DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main 2011
 Nachdruck und Vervielfältigung nur mit Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

ZEITLICHE BEDINGUNGEN VORGEGEHENER AKTUALISIERUNGEN (AKTIEN) UND ZEITLICHE ANGABEN ZU KURSEN/PREISEN

Die DZ BANK führt eine Liste der Unternehmen, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Masterliste") veröffentlicht werden. Zu allen Unternehmen auf der Masterliste werden kursrelevante Ereignisse kommentiert. Ob und warum solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK. Darüber hinaus werden für Werte auf der Masterliste umfangreiche Analysen verfasst. Für welche Unternehmen solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK. Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Masterliste aufgeführte Unternehmen die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Die Aktienkurse sind Datastream entnommen auf Basis der angegeb. Datastream-Kürzel; es sind Schlusskurse gemäß Datastream-Systematik.

ZUSTÄNDIGE AUFSICHTSBEHÖRDE

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt am Main, Germany

VERANTWORTLICHES UNTERNEHMEN

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

VERGÜTUNG DER ANALYSTEN

Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der DZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten gecovert werden.

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

Die DZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- 5) halten Aktien des analysierten Emittenten im Handelsbestand.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Weitere Informationen und Pflichtangaben zu Finanzanalysen finden Sie unter www.dzbank.de

DISCLAIMER

1. a) Dieses Dokument wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank AG, Frankfurt am Main, Deutschland ("DZ BANK") erstellt und von der DZ BANK für die Verteilung in Deutschland und solchen Orten, die nachstehend genannt sind, genehmigt. Die Analysten, die dieses Dokument verfasst haben, sind bei der DZ BANK angestellt.

b) Unsere Empfehlungen stellen keine Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach besten Kräften erstellte Beurteilung der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments wieder und können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Dokument darf in allen Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin beziehungsweise Wertpapiere durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

c) Dieses Dokument wurde Ihnen lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, an andere Personen weiter verteilt oder veröffentlicht werden.

d) Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend geben die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Des Weiteren übernimmt die DZ BANK keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

e) Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden. Die Informationen in diesem Dokument stellen keine Anlageberatung dar. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig.

f) Die DZ BANK ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research-Analysten der DZ BANK liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften bestrebt sind bzw. sein werden, Investment Banking- oder sonstige Geschäfte von dem bzw. den Unternehmen, die Gegenstand dieser Studie sind, zu akquirieren, und dass die Research-Analysten, die an der Erstellung dieser Studie beteiligt waren, im Rahmen des geltenden Rechts am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.

g) Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der DZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Wertpapieren oder Futures von Unternehmen haben, die vom Analysten gecovert werden.

2. Spezifische Angaben für die Vereinigten Staaten von Amerika und Kanada:

Dieses Research-Dokument wird US-amerikanischen Investoren durch die DZ BANK gemäß Vorschrift 15a-6 des *Securities and Exchange Act of 1934* zur Verfügung gestellt. Im Falle von Aktienresearch geschieht dies in Kooperation mit Auerbach

Grayson and Company, Inc., ein in den USA registrierter Broker-Dealer („Auerbach“). Die Verteilung an US Investoren erfolgt entweder durch Auerbach, entsprechend der Vorschriften der „Financial Industry Regulatory Authority“ der USA oder direkt durch die DZ BANK an große institutionelle Investoren entsprechend der Definition in Vorschrift 15a-6. Im Falle einer direkten Verteilung durch die DZ BANK ist es ausschließlich dazu bestimmt, von diesen gelesen zu werden. Jeder Auftrag zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, die in diesem Dokument analysiert werden, muss bei Auerbach platziert werden. Sie erreichen Auerbach in der 25 West 45th Street, New York, NY 10036, 212-557-4444. Dieses Dokument wurde außerhalb der Vereinigten Staaten von Analysten verfasst, für die möglicherweise keine Vorschriften über die Erstellung von Analysen und die Unabhängigkeit von Research-Analysten gelten, die den Vorschriften entsprechen, die in den Vereinigten Staaten gelten. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen, Schätzungen und Prognosen sind diejenigen der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments und können ohne Mitteilung geändert werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden von der DZ BANK aus Quellen zusammengestellt, die als zuverlässig eingeschätzt wurden; es übernimmt jedoch weder die DZ BANK noch ihre Tochtergesellschaften noch irgendeine andere Person ausdrücklich oder stillschweigend irgendwelche Garantien oder Gewährleistungen bezüglich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit dieses Dokuments. Im Anwendungsbereich der bundesrechtlichen Rechtsvorschriften der Vereinigten Staaten von Amerika (USA) oder dem Recht der Einzelstaaten der USA geht der vorstehende Garantie-, Haftungs- und Gewährleistungsausschluss der Klausel zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 1 d) vor. Die in diesem Dokument analysierten Wertpapiere/ADRS sind entweder an einer US-amerikanischen Börse notiert bzw. werden am US-amerikanischen Over-the-Counter-Markt oder ausschließlich am Devisenmarkt gehandelt. Diejenigen Wertpapiere, die nicht in den USA registriert sind, dürfen nicht innerhalb der USA oder US-amerikanischen Personen angeboten oder innerhalb der USA oder an US-amerikanische Personen verkauft werden (im Sinne von *Regulation S* und gemäß *Securities Act of 1933* (das „Wertpapiergesetz“), es sei denn, es liegt eine Ausnahme entsprechend des Wertpapiergesetzes vor. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers im Sinne von Abschnitt 5 des Wertpapiergesetzes dar und weder dieses Dokument noch irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitigen Verpflichtung irgendeiner Art. Darüber hinaus ist es nicht zulässig, sich im Zusammenhang mit irgendeinem Vertrag oder einer anderweitigen Verpflichtung auf dieses Dokument oder irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile zu stützen. In Kanada darf dieses Dokument nur an die dort gebietsansässigen Personen verteilt werden, die, befreit von der Prospektpflicht gemäß den im jeweiligen Territorium bzw. der jeweiligen Provinz geltenden wertpapierrechtlichen Bestimmungen, berechtigt sind, Abschlüsse im Zusammenhang mit den hierin beschriebenen Wertpapieren zu tätigen.

3.a) **Spezifische Angaben für Großbritannien:** Die DZ BANK unterliegt hinsichtlich ihrer Verhaltens- und Organisationspflichten der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Soweit allerdings dieses Dokument in Großbritannien verteilt wird, darf es nur an berechnete Gegenparteien (*Eligible Counterparties*) und professionelle Kunden (*Professional Clients*) entsprechend der Definition dieser Begriffe in den FSA (*Financial Services Authority*) Regularien verteilt und an diese gerichtet sein (diese Personen werden folgend als „relevante Personen“ bezeichnet). Keine anderen als die relevanten Personen sollen auf der Grundlage dieses Dokuments handeln oder darauf vertrauen. Jede Investitionen oder Investmentaktivität, auf die sich dieses Dokument bezieht, steht nur relevanten Personen zur Verfügung und nur relevante Personen können diese Investitionen tätigen.

b) Die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften schließen ausdrücklich alle Bedingungen, Garantien, Gewährleistungen und Bestimmungen (gleich, ob sie auf Gesetz, *Common Law* oder auf anderer Grundlage beruhen) jeglicher Art aus, gleichgültig, ob sie sich auf die Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Information oder der in diesem Dokument vertretenen Meinungen oder Sonstiges beziehen. Ferner übernimmt die DZ BANK keinerlei Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste jeglicher Art, gleichgültig, ob sie aus einer Vertragsverletzung, unerlaubter Handlung (inklusive Fahrlässigkeit), Verletzung einer gesetzlichen Pflicht, Freistellung oder sonstigen Tatbeständen herrühren, welche durch die Veröffentlichung und/oder Nutzung dieses Dokuments entstanden sind. Mit keiner Angabe in diesem Disclaimer ist beabsichtigt, die Haftung für (i) Betrug, (ii) den Tod oder körperliche Verletzungen aufgrund von Fahrlässigkeit, (iii) Verletzung von Bedingungen mit Bezug auf Ansprüche gemäß Abschnitt 2 *Sale of Goods Act 1979* und/oder Abschnitt 2 *Supply of Goods and Services Act 1982*, oder (iv) in Bezug auf Tatbestände, bei denen die Haftung kraft Gesetzes nicht begrenzt oder aufgehoben werden darf, ganz oder teilweise auszuschließen. Im Anwendungsbereich der in England geltenden Rechtsvorschriften geht diese Ziffer 3 b) den Bestimmungen zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 1d) vor.

4. **Spezifische Angaben für Italien:** Dieses Dokument darf in Italien nur an Personen weitergeleitet werden, die in Artikel 2 (1) (e) der Richtlinie 2003/71/EG definiert sind („Qualifizierte Anleger“). Andere Personen als Qualifizierte Anleger sollten die Informationen in diesem Dokument weder lesen, noch danach handeln oder sich darauf verlassen. Jegliche Handlungen, die in diesem Dokument genannt werden, werden nur mit oder für Qualifizierte Anleger vorgenommen.

5.a) **Hinweis:** Sämtliche Fair Value-Werte / Kursziele, die für die in dieser Studie analysierten Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, jedoch nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen der DZ BANK bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich die DZ BANK in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden.

b) Die DZ BANK ist ebenfalls berechtigt, während des Analysezeitraums eine andere Studie über das Unternehmen zu veröffentlichen, in der kein Fair Value-Wert / Kursziel angegeben wird, sondern Bewertungsprobleme erörtert werden. Die angegebenen Fair Value-Werte / Kursziele sollten im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten Studien und Entwicklungen, welche sich auf das Unternehmen sowie die Branche und Finanzmärkte, in denen das Unternehmen tätig ist, beziehen, betrachtet werden.

c) Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung des Research Reports. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Emittentin informieren.

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

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



RATING-HISTORIE

Empfehlung	Datum	Kurs
Kaufen	5.2.2010	1,96 EUR
Einstellung der Coverage	21.4.2008	1,80 EUR

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