

IMMOBILIEN

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

ADLER Real Estate⁶⁾

Reuters: ADLG.DE Bloomberg: ADL GY

Jahr *	Gesamtleistung Immobilien		NAV je Aktie verwässert		Prem./ Disc.NAV		FFO je Aktie verwässert		FFO Yield	Dividende je Aktie
	Mio. EUR		EUR		%		EUR		%	EUR
2014	167,4	(167,4)	9,55	(9,55)	-22,1		-0,07	(-0,07)	-	0,00
2015	173,9	(304,2)	14,05	(14,25)	1,2		0,34	(0,31)	2,4	0,00
2016e	236,1	(218,9)	16,10	(16,00)	-33,3		0,41	(0,48)	3,8	0,00
2017e	218,1	(211,9)	17,33	(17,63)	-38,0		0,51	(0,74)	4,7	0,00

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

Der Ausblick für 16e avisiert 25 Mio. EUR FFO1 und NAV pro Aktie von rund 16 EUR

- » **Ausblick:** Das Management hat erstmalig einen konkreten Ausblick für 2016 formuliert. Dieser sieht folgende Eckpunkte vor und beinhaltet keine großen Portfoliozukaufe:
Bruttoerträge aus der Immobilienbewirtschaftung: 260 Mio. EUR (+20% yoy)
Leerstandsquote: 9,2% (vs. 11,2% in 2015) / Durchschnittsmiete 5,04 EUR (+2% yoy)
FFO1: 25 Mio. EUR (+55% yoy) / FFO2: mindestens 45 Mio. EUR (ohne Portfolioverkäufe)
LTV: 65% (vs. 68% in 2015) / EPRA NAV: 1,0 Mrd. EUR (vs. 0,88 Mrd. EUR in 2015)

- » **Modell:** Wir haben unser Modell überarbeitet und erwarten nun in Einklang mit dem aktuellen Unternehmensausblick keine größeren Portfoliozukaufe. Folgende Hinweise zur Modellierung sind zusätzlich zu betrachten. Wir erwarten für 2016 rund 90 Mio. EUR positiven Ergebnisbeitrag durch das Bewertungsergebnis, was einem Anstieg des NRI-Multiplikators von rund 13,7x auf rund 14,2x entspricht. Die Effekte der Conwert-Beteiligung (Dividendenzahlung und Zinszahlung der Zwangswandelanleihe) sind nicht im FFO1 sichtbar, sondern nur in der GuV und dem FFO2. Der kumulierte Aufwand für Investitionen und Instandhaltung liegt bei rund 14-15 EUR pro qm.

- » **Bewertung:** ADLER ist gemessen am NAV (aktueller Abschlag auf 2016e: 33%) mit Abstand der günstigste Wohnimmobilientitel in Deutschland, da kein anderer Player einen spürbaren Discount auf den NAV für 2016e aufzeigt.

Das Management hat erstmalig einen konkreten Ausblick für 2016 formuliert, welcher aktuell keine zusätzlichen großen Portfoliozukaufe beinhaltet. Dieser Ausblick erwartet Bruttoerträge aus der Immobilienbewirtschaftung von rund 260 Mio. EUR (+20% yoy), FFO1 von rund 25 Mio. EUR (+55% yoy) und einen NAV von rund 1,0 Mrd. EUR, was auf voll verwässerter Basis einem Wert von rund 16 EUR pro Aktie entspricht. Wir bestätigen das Anlageurteil Kaufen und den Fair Value von 16 EUR.

Ausgewählte Unternehmen	Kurs am 26.4.2016	NAV-P/D %		EV / EBITDA		FFO Y. %	Anl.-urteil
		16e	17e	16e	17e	16e	
ADLER Real Estate	10,74 EUR	-33,3	-38,0	13,5	14,6	3,8%	↑
Deutsche Wohnen	26,46 EUR	3,3	-3,1	11,9	14,7	4,1%	↑
Grand City Properties	19,34 EUR	20,9	6,5	9,0	8,5	7,2%	↑
DIC Asset	8,12 EUR	-37,2	-36,5	18,1	21,0	7,7%	↑
Deutsche EuroShop	40,80 EUR	0,8	-2,2	19,9	19,6	5,6%	↑
Median bez. auf alle Vergleichswerte		2,1	-2,7	15,0	17,2	6,4%	-

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

AKTIEN

Flash
27.4.2016

Kaufen (zuvor Kaufen)

Schlusskurs am 26.4.2016

(in EUR): 10,74
Fair Value: 16,00 (zuvor 16,00)

Finanzkennzahlen 2016e:

Buchwert je Aktie (in EUR):	13,36
EK-Quote (in %):	28,2
NOI-Yield (in %):	5,1
ROE nach Steuern (in %):	11,9
Dividendenrendite (in %):	0,0
Free Cashflow (in Mio. EUR):	145,3
Net Debt (in Mio. EUR):	2.024,6

Anzahl Aktien

(Mio. Stück): 56,7

Marktkapitalisierung

(in Mio. EUR): 609,05

Free Float (in %): 55,2

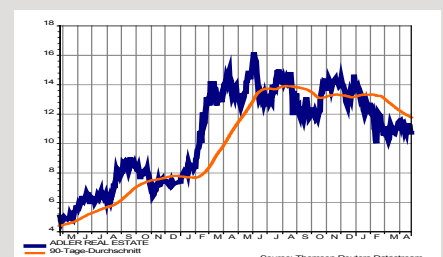
WKN: 500800

ISIN: DE0005008007

Datastream: D:ADLX

Nächster Newsflow:

13.05.2016: Q1 2016



Ersteller: Karsten Oblinger, Analyst

DZ BANK
Zusammen geht mehr.

AUF EINEN BLICK

Unternehmensbeschreibung

Die ADLER Real Estate AG ist ein börsennotiertes Immobilienunternehmen, das sich auf den Aufbau und die Entwicklung eines substanz- und renditestarken Immobilienbestands primär in B-Lagen konzentriert. Im Mittelpunkt der Aktivitäten stehen der Ankauf und die Bewirtschaftung von Wohnimmobilien in ganz Deutschland.

Begründung des Anlageurteils

ADLER Real Estate hat innerhalb weniger Jahre ein Portfolio von knapp 50 TSD Wohneinheiten in Deutschland akquiriert und ist zudem größter Einzelaktionär der conwert SE. Die aktuelle Börsenbewertung stellt einen signifikanten Abschlag auf den NAV dar. Auf Basis dieser Kennzahl ist ADLER der mit Abstand günstigste Wohnimmobilienwert in Deutschland.

Kursrelevante aktuelle Themen

- » Weitere Entwicklung im Zusammenhang mit conwert-Beteiligung
- » Zusätzliches Portfoliowachstum ("Lucky Buys" unter Marktwerten)
- » Mittelfristige Optimierung der Finanzierungsstruktur (Senkung von Verschuldung und Zinskosten) und Kostenstrukturen (Heben der Synergien)
- » Re-Rating der Aktie gegenüber der Peergroup
- » Generelle Entwicklung der Rahmenbedingungen (Zinsen, Immobilien-/Mietpreise, Regulierung)

Chancen und Risiken

Chancen	Risiken
Heben der Synergien	Verhältnismäßig hohe Verschuldung
Weitere "Lucky Buys"	Operative Verschlechterungen beim Bestandsportfolio (Leerstand, Mieten)
Re-Rating im Peergroup-Kontext durch Steigerung des Bekanntheit	Unterdurchschnittliche Transparenz und Liquidität gegenüber den MDAX-Peers
Optimierung der Finanzierungsstruktur	Hohe Abhängigkeit von Einzelpersonen
Weitere Sektorkonsolidierung (aktiv, passiv)	Generelle Risiken des Immobilienmarktes (Preise, Zinsen)

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Mio. Euro	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Brutto-Mietertrag (kalt)	83,9	216,6	260,5	274,2	280,3
Mietaufwand (Erbbauszinsen, ...)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Netto-Mietertrag (NCR)	83,9	216,6	260,5	274,2	280,3
Geb., Aufw. Inv. Prop. (direkt zuordenbar)	-51,8	-125,1	-135,1	-144,1	-143,8
Net Operating Income Immobilien (NOI)	32,1	91,6	125,4	130,1	136,5
Gewinn/Verlust aus Immobilienverkäufen	2,4	23,5	20,7	18,0	12,0
Wertänderung Immobilien	132,9	58,9	90,0	70,0	70,0
Gesamte Leistung Immobilien	167,4	173,9	236,1	218,1	218,5
Bestandsveränd./Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	167,4	173,9	236,1	218,1	218,5
% ggü. Vorjahr	147%	4%	36%	-8%	0%
Materialkosten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Personalkosten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	29,7	49,9	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-26,2	-46,2	-36,0	-37,0	-38,0
Sondererträge/-aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	170,9	177,6	200,1	181,1	180,5
Nachrichtlich: EBITDA bereinigt	171,3	176,6	200,1	181,1	180,5
Abschreibungen	-0,5	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
davon: Goodwillabschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Betriebsergebnis (EBIT)	170,4	176,6	199,1	180,1	179,5
Nachrichtlich: EBIT bereinigt	170,4	176,6	199,1	180,1	179,5
% ggü. Vorjahr	140%	4%	13%	-10%	0%
Finanzergebnis	-37,7	-81,8	-76,0	-69,3	-66,0
Ergebnis vor Steuern	132,8	94,8	123,1	110,8	113,5
Nachrichtlich: EBT bereinigt	132,8	94,8	123,1	110,8	113,5
% ggü. Vorjahr	111%	-29%	30%	-10%	2%
Ertragsteuern (fortgeführt)	-21,7	-16,5	-18,0	-17,3	-14,0
Steuerquote	16%	17%	15%	16%	12%
Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)	111,1	78,3	105,1	93,5	99,5
Ergebnis nach Ertragsteuern (nicht fortgeführt)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Ertragsteuern	111,1	78,3	105,1	93,5	99,5
Ergebnisanteile der Minderheiten	-2,4	-6,2	-3,7	-3,3	-3,5
Ergebnis nach Anteilen Dritter	108,7	72,1	101,4	90,3	96,0
davon: aus fortgeführten Geschäftsbereichen	108,7	72,1	101,4	90,3	96,0
davon: aus nicht fortgeführten Geschäftsber.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewicht. dschn. Anz. Aktien, verwäss. (Mio. Stck.)	30,450	46,831	64,052	64,052	64,052
IFRS-Ergebnis je Aktie, verwässert	3,57	1,54	1,58	1,41	1,50
Bereinigtes Ergebnis je Aktie, verwässert (fortgeführt)	3,57	1,54	1,58	1,41	1,50
Nachrichtlich					
FFO, verwässert	-2,1	16,1	26,0	32,5	41,2

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: ADLER Real Estate und DZ BANK
Schätzung

KENNZAHLEN

Euro	2014	2015	2016e	2017e	2018e
GuV-Kennzahlen					
Netto-Mietertrag (NCR)	83,9	216,6	260,5	274,2	280,3
Net Operating Income Immobilien (NOI)	32,1	91,6	125,4	130,1	136,5
Gewinn/Verlust aus Immobilienverkäufen	2,4	23,5	20,7	18,0	12,0
Wertänderung Immobilien	132,9	58,9	90,0	70,0	70,0
Gesamte Leistung Immobilien	167,4	173,9	236,1	218,1	218,5
Gesamtleistung (in Mio.)	167,4	173,9	236,1	218,1	218,5
EBITDA-Rendite	102,3%	101,5%	84,8%	83,0%	82,6%
EBIT-Rendite	101,8%	101,5%	84,3%	82,6%	82,1%
Nettorendite	66,3%	45,0%	44,5%	42,9%	45,5%
Investitionsquote	107,3%	292,1%	55,6%	60,2%	60,1%
Materialaufwand / Gesamte Leistung I.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonst. betr. Aufw. u. Ertr. / Gesamte Leistung I.	-2,1%	-2,1%	15,2%	17,0%	17,4%
Finanzergebnis / Gesamte Leistung I.	-22,5%	-47,0%	-32,2%	-31,8%	-30,2%
Zinsdeckungskoeffizient	4,5	2,2	2,6	2,6	2,7
Dschn. Wachstum Gesamte Leistung I. nächste 5 J.	26,4%				
Dschn. Ergebniswachstum nächste 5 J.					
Dschn. FFO-Wachstum nächste 2 J.		21,5%	25,8%		
Dschn. NAV-Wachstum nächste 2 J.	29,5%	11,1%	8,2%		
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen					
Eigenkapitalrendite (ROE)	35,7%	10,1%	11,9%	9,6%	9,2%
Betriebskapitalrendite (ROCE)	13,7%	7,2%	7,9%	7,0%	6,6%
Produktivitätskennzahlen					
Gesamte Leistung I. je Mitarbeiter (in Tsd.)	1969,33	979,79	869,71	783,26	1100,58
FFO verwässert je Mitarbeiter (in Tsd.)	-24,72	90,78	95,77	116,87	207,34
Bilanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	22,0%	25,3%	28,2%	30,5%	32,6%
Anlagendeckungsgrad	109,8%	100,0%	100,5%	102,0%	100,4%
Liquidität (Quick Ratio)	130,4%	49,5%	55,1%	68,8%	53,4%
Net Debt (in Mio.)	988,8	2.096,9	2.024,6	1.974,4	1.993,7
Net Debt komplett (in Mio.)	989,4	2.116,4	2.043,6	1.991,9	2.009,6
Kennziffern je Aktie					
Ergebnis je Aktie, verwässert	3,57	1,54	1,58	1,41	1,50
FFO je Aktie, verwässert	-0,07	0,34	0,41	0,51	0,64
CF je Aktie, verwässert	-7,44	-10,29	1,08	0,75	-0,33
Free Cashflow je Aktie, verwässert	-6,29	-8,83	2,27	1,83	0,70
Dividende je StA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash je Aktie, verwässert	0,84	0,77	0,65	0,97	0,35
Net Debt je Aktie, verwässert	25,10	32,74	31,61	30,83	31,13
NAV je Aktie, verwässert	9,55	14,05	16,10	17,33	18,84
Bewertungskennzahlen					
EV / Gesamte Leistung I.	7,4	17,0	11,4	12,1	12,2
Enterprise Value / EBITDA	7,3	16,8	13,5	14,6	14,8
Dividendenrendite StA	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Kurs / CF StA			9,9	14,3	

Euro	2014	2015	2016e	2017e	2018e
FFO (Funds from Operations) (in Mio.)					
Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)	111,1	78,3	105,1	93,5	99,5
Abschreibungen abzgl. Zuschreibungen	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0
Buchgewinn/-verlust a. Verkauf Handelsbest. (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Buchgewinn/-verlust a. Verkauf Investm. Prop. (netto)	-2,0	-19,4	-17,7	-15,2	-10,5
Bewertungsergebnis (netto)	-111,2	-48,6	-76,8	-59,1	-61,4
Sondererträge/-aufwendungen (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige (netto)	1,1	5,8	13,5	11,4	11,7
FFO	-1,1	16,1	25,1	31,7	40,3
Auf Minderheitenanteile entfallendes Ergebnis	-2,4	0,0	0,0	0,0	0,0
FFO nach Minderheitenanteilen	-3,4	16,1	25,1	31,7	40,3
Zinsaufwand Pflichtwandelanleihe nach Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwand Wandelanleihe nach Steuern	1,3	0,0	0,9	0,9	0,9
FFO, verwässert	-2,1	16,1	26,0	32,5	41,2
Gewicht. dschn. Anz. Aktien f. FFO, verw. (Mio Stück)	30,450	46,831	64,052	64,052	64,052
NAV (Net Asset Value) (in Mio.)					
Eigenkapital	311,2	777,9	883,0	976,6	1.076,0
Aktive latente Ertragsteuern	1,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Passive latente Ertragsteuern	39,1	70,1	83,3	94,2	102,9
Sonstiges	12,7	90,5	92,5	70,0	62,0
Net Asset Value (NAV)	362,0	938,1	1.058,4	1.140,3	1.240,4
Auf Minderheitenanteile entfallendes Eigenkapital	-19,8	-58,6	-62,2	-65,5	-69,0
Net Asset Value (NAV) nach Minderheitenant.	342,2	879,5	996,1	1.074,8	1.171,4
Wandelanleihen	33,9	35,0	35,0	35,0	35,0
Verwässerter NAV nach Minderheitenant.	376,1	914,5	1.031,1	1.109,8	1.206,4
Anzahl Aktien für NAV, verwässert (Mio Stück)	39,400	65,100	64,052	64,052	64,052
FFO-, NAV-Kennzahlen					
FFO je Aktie, verwässert	-0,07	0,34	0,41	0,51	0,64
Dividende je StA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
NAV je Aktie, verwässert	9,55	14,05	16,10	17,33	18,84
NNAV je Aktie, verwässert	8,58	12,98	14,81	15,86	17,24
NNAV exkl. kum. Bew.veränd. je Aktie, verwäss.	8,58	12,98	13,61	13,74	14,16
Immobilien-spezifische Bewertungskennzahlen					
Kurs/FFO StA		41,3	26,5	21,1	16,7
Kurs/NAV StA (Premium/Discount)	-22,1%	1,2%	-33,3%	-38,0%	-43,0%
Kurs/NNAV StA (Premium/Discount)	-13,3%	9,6%	-27,5%	-32,3%	-37,7%
Kurs/NNAV exkl. kum. Bew.verä. StA (Prem/Disc.)	-13,3%	9,6%	-21,1%	-21,8%	-24,1%
Mietrendite (NCR / Ø RE assets)	9,9%	11,7%	10,6%	11,0%	10,8%
Net Operating Income Yield (NOI / Ø RE assets)	3,8%	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%
Dschn. Zinssatz für Zinsaufwendungen	5,6%	5,2%	3,6%	3,4%	3,3%
FFO-Yield StA (FFO/Kurs)		2,4%	3,8%	4,7%	6,0%
EpA / FFO		4,5	3,9	2,8	2,3
Total Return StA	88,3%	91,3%	-24,5%		

Quelle: ADLER Real Estate und DZ BANK
Schätzung

BILANZ

IFRS - in Mio. Euro	2014	2015	2016e	2017e	2018e
AKTIVA					
Langfristige Vermögenswerte	1.203,6	2.758,9	2.816,0	2.888,4	3.024,8
Immaterielle Vermögensgegenstände	28,8	131,9	132,1	132,3	132,5
davon Goodwill	27,1	130,6	130,6	130,6	130,6
Sachanlagen	0,5	1,3	1,5	1,7	1,9
Als Finanzinvest. gehaltene Immobilien	1.170,2	2.270,2	2.322,9	2.390,9	2.522,9
Zu entwickelnde Immobilien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzielle Vermögenswerte	3,2	355,0	359,0	363,0	367,0
Sonst. Forderungen und Vermögenswerte	1,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Kurzfristige Vermögenswerte	212,8	317,4	316,6	318,8	274,6
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zur Veräußerung vorgesehene Immobilien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vorratsimmobilien	89,6	159,7	149,7	139,7	134,7
Forderungen aus LuL	27,5	16,3	22,1	20,5	20,5
Finanzielle Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonst. Forderungen und Vermögenswerte	56,5	71,8	82,9	76,6	76,7
Liquide Mittel	33,1	49,5	41,8	62,0	22,7
Zur Veräuß. vorgeseh. Vermögenswerte	6,1	20,1	20,1	20,1	20,1
Bilanzsumme	1.416,5	3.076,2	3.132,5	3.207,2	3.299,4
PASSIVA					
Eigenkapital	311,2	777,9	883,0	976,6	1.076,0
Gezeichnetes Kapital	31,9	46,1	46,1	46,1	46,1
Rücklagen	259,5	673,3	774,7	865,0	960,9
davon aus kumul. Bewertungsveränd.	0,0	0,0	76,8	135,9	197,3
Sonstiges Eigenkapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minderheitenanteile	19,8	58,6	62,2	65,5	69,0
Eigene Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Verbindlichkeiten	1.010,9	1.980,4	1.947,0	1.970,4	1.961,4
Pensionsrückstellungen	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Sonstige Rückstellungen	0,8	0,8	1,2	1,6	2,1
Finanzielle Verbindlichkeiten	965,8	1.884,7	1.834,7	1.844,7	1.824,7
Sonstige Verbindlichkeiten	40,1	90,6	106,8	119,7	130,4
Kurzfristige Verbindlichkeiten	94,3	318,0	302,5	260,2	261,9
Verbindlichkeiten aus LuL	21,1	20,2	27,4	25,3	25,3
Sonstige Rückstellungen	0,5	2,7	4,3	5,9	7,5
Finanzielle Verbindlichkeiten	51,8	257,4	227,4	187,4	187,4
Sonstige Verbindlichkeiten	20,9	23,3	29,0	27,2	27,3
Schuld. a. zur Veräuß. gehalt. Veräußerungsgruppen	0,0	14,4	14,4	14,4	14,4
Bilanzsumme	1.416,5	3.076,2	3.132,5	3.207,2	3.299,4

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: ADLER Real Estate und DZ BANK
Schätzung

DAS UNTERNEHMEN IN ZAHLEN

Mio. Euro	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Gewinn- und Verlustrechnung					
Gesamte Leistung Immobilien	167,4	173,9	236,1	218,1	218,5
Gesamtleistung	167,4	173,9	236,1	218,1	218,5
Materialkosten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Personalkosten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonst. betr. Erträge/Aufwendungen	3,5	3,7	-36,0	-37,0	-38,0
Sondererträge/-aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	170,9	177,6	200,1	181,1	180,5
Abschreibungen	-0,5	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
davon: Goodwillabschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Betriebsergebnis (EBIT)	170,4	176,6	199,1	180,1	179,5
Finanzergebnis	-37,7	-81,8	-76,0	-69,3	-66,0
Ergebnis vor Steuern	132,8	94,8	123,1	110,8	113,5
Ertragsteuern (fortgeführt)	-21,7	-16,5	-18,0	-17,3	-14,0
Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)	111,1	78,3	105,1	93,5	99,5
Ergebnis nach Ertragsteuern (nicht fortgeführt)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Ertragsteuern	111,1	78,3	105,1	93,5	99,5
Ergebnisanteile der Minderheiten	-2,4	-6,2	-3,7	-3,3	-3,5
Ergebnis nach Anteilen Dritter	108,7	72,1	101,4	90,3	96,0
Bilanz					
Langfristige Vermögenswerte	1.203,6	2.758,9	2.816,0	2.888,4	3.024,8
davon Goodwill	27,1	130,6	130,6	130,6	130,6
Kurzfristige Vermögenswerte	212,8	317,4	316,6	318,8	274,6
davon liquide Mittel	33,1	49,5	41,8	62,0	22,7
Eigenkapital	311,2	777,9	883,0	976,6	1.076,0
Langfristige Verbindlichkeiten	1.010,9	1.980,4	1.947,0	1.970,4	1.961,4
Kurzfristige Verbindlichkeiten	94,3	318,0	302,5	260,2	261,9
Bilanzsumme	1.416,5	3.076,2	3.132,5	3.207,2	3.299,4
Kapitalflussrechnung					
CF betrieblich fortgeführt	16,7	25,0	82,7	92,9	95,0
CF betrieblich nicht fortgeführt	0,0	0,0			
CF Investitionen fortgeführt	-208,3	-438,7	62,6	24,6	-50,4
CF Investitionen nicht fortgeführt	0,0	0,0			
Free CF fortgeführt	-191,5	-413,7	145,3	117,5	44,6
Free CF nicht fortgeführt	0,0	0,0			
CF Finanzierung fortgeführt	217,7	430,2	-153,0	-97,3	-83,9
CF Finanzierung nicht fortgeführt	0,0	0,0			
Veränderung der liquiden Mittel	26,2	16,4	-7,7	20,2	-39,3
Geschäftsjahresende per 31.12.					

Quelle: ADLER Real Estate und DZ BANK
Schätzung

RESEARCH-TEAM IMMOBILIEN

Karsten Oblinger, CEFA		+49 – (0)69 – 74 47 – 99 2 68	karsten.oblinger@dzbank.de
Dirk Schlamp, CEFA		+49 – (0)69 – 74 47 – 36 77	dirk.schlamp@dzbank.de

SALES INSTITUTIONELLE

Deutschland, Benelux, Schweiz, Österreich, UK	Kai Böckel	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 28	kai.boeckel@dzbank.de
---	------------	-----------------------------	-----------------------

Equity Sales

Deutschland	Kai Böckel	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 28	kai.boeckel@dzbank.de
Benelux	Lars Wohlers	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 34	lars.wohlers@dzbank.de
Schweiz	Petra Bukan	+49 – (0)69 – 74 47 – 49 92	petra.bukan@dzbank.de
Österreich	Thomas Reichelt	+49 – (0)69 – 74 47 – 67 09	thomas.reichelt@dzbank.de
UK	Lars Wohlers	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 34	lars.wohlers@dzbank.de

Sales Trading

Sales Trading	Marina Semmler	+49 – (0)69 – 74 47 – 13 81	marina.semmler@dzbank.de
---------------	----------------	-----------------------------	--------------------------

DERIVATIVES SALES

Derivatives Sales	Berthold Grünebaum	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 91 95	berthold.gruenebaum@dzbank.de
-------------------	--------------------	-------------------------------	-------------------------------

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

Bloomberg	DZBR <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 Drittmarkt (In- und Ausland)	Markus Reitmeier	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 23 67	markus.reitmeier@dzbank.de
------------------------------------	------------------	-------------------------------	----------------------------

IMPRESSUM

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

Telefon: 069 7447-01

Telefax: 069 7447-1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorstandsvorsitzender), Lars Hille, Wolfgang Köhler, Dr. Cornelius Riese, Thomas Ullrich, Frank Westhoff, Stefan Zeidler
Verantwortlich: Stefan Bielmeier, Leiter Research und Volkswirtschaft

Aufsichtsratsvorsitzender: Helmut Gottschalk

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

Aufsicht: Die DZ BANK wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

Umsatzsteuer Ident. Nr. DE114103491

Die DZ BANK ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen.

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

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

ZEITLICHE BEDINGUNGEN VORGESEHENER AKTUALISIERUNGEN**AKTIENANALYSEN**

Die DZ BANK führt eine Liste der Unternehmen, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Masterliste") veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Unternehmens ist in der Regel die Zugehörigkeit zu einem nationalen oder internationalen Index. Zusätzlich werden – insbesondere in Deutschland – ausgewählte Unternehmen aus dem Mid- und Small-Cap-Segment berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der DZ BANK, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Unternehmen auf der Masterliste vorzunehmen.

Die Masterliste mit einem aktuellen Kurzkomentar pro Unternehmen wird grundsätzlich wöchentlich erstellt. 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.

BONDANALYSEN, DAS HEISST ANALYSEN ZU UNTERNEHMEN

Die DZ BANK führt Listen der Emittenten, die Anleihen begeben und für die Empfehlungen veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten sind primär die Handelbarkeit und Marktliquidität von Anleihen dieses Emittenten sowie Kundenbedarfe und die Strategie der DZ BANK. Hierbei liegt es allein im Ermessen der DZ BANK, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf den Listen vorzunehmen. Feste, für alle Emittenten geltende Zeitpunkte zur Aktualisierung der Analysen gibt es nicht. Für die auf den Listen stehenden Unternehmen erstellt die DZ BANK wenigstens jährlich eine Einschätzung. Außerdem werden bei Bedarf Kommentierungen erstellt. Ob und warum solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK. Darüber hinaus werden für Emittenten auf den Listen 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 den Listen aufgeführten Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

DERIVATE, ROHSTOFFE UND ASSET ALLOCATION

Die DZ BANK hat keine festen Zeitpunkte zur Aktualisierung der Analysen von derivativen Finanzinstrumenten und Rohstoffen sowie zur Aktualisierung der Asset Allocation.

Kriterium für die Analyse von Rohstoffen sind unter anderem die Handelbarkeit und Marktliquidität. Für derivative Finanzinstrumente sind dies das passende Marktumfeld und die erwartete Entwicklung des Basiswertes. Bei der Asset Allocation stellen die Entwicklung der betrachteten Marktsegmente sowie deren Interaktion Kriterien dar.

Es liegt ausschließlich im Ermessen der DZ BANK, neue derivative Finanzinstrumente oder Rohstoffe zu beobachten oder die Beobachtung von derivativen Finanzinstrumenten oder Rohstoffen einzustellen. Ebenfalls im Ermessen der DZ BANK liegt die Einbeziehung oder Herausnahme von Marktsegmenten in der Asset Allocation.

Ob und in welchem Umfang die DZ BANK im Rahmen der Analyse von derivativen Finanzinstrumenten und Rohstoffen oder im Rahmen der Asset Allocation Analysen verfasst, liegt allein im Ermessen der DZ BANK.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne Emittenten und/oder Finanzinstrumente die Beobachtung ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Kursangaben werden Datastream und Bloomberg auf Basis der angegebenen Datastream- bzw. Bloomberg-Kürzel entnommen. Es handelt sich um aktuelle Kurse gemäß Datastream- bzw. Bloomberg-Systematik.

AUFSICHT

Die DZ BANK wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, Deutschland, www.bafin.de

Europäische Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland, www.ecb.europa.eu

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 ge covert 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.research.dzbank.de

DISCLAIMER

1. a) Dieses Dokument wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, 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 oder werden im Auftrag der DZ BANK tätig.

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 galten, 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 Prospektspflicht 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 sowie der Europäischen Zentralbank. Soweit allerdings dieses Dokument in Großbritannien verteilt wird, darf es nur an berechtigte Gegenparteien (*Eligible Counterparties*) und professionelle Kunden (*Professional Clients*) entsprechend der Definition dieser Begriffe in den FCA (*Financial Conduct 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.

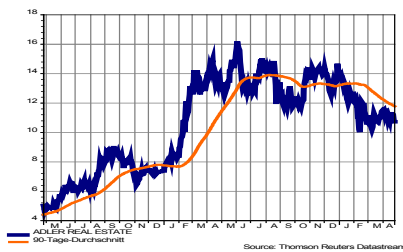
b) Die DZ BANK ist ebenfalls berechtigt, während des Analysezeitraums eine andere Studie über das Unternehmen zu veröffentlichen, in der kein Fair Value-Wert / Kursziel

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
Kaufen

Datum
2.3.2015

Kurs
13,00 EUR