



# Unternehmen aktuell

Mittwoch, den 30.04.2014

## Halten

(vorher: Verkaufen vom 20.02.2014)

### Branche

Finanzdienstleistungen

### Kursziel

56,00 EUR

### Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 29.04.2014 (EUR)	53,45
Anzahl der Aktien (Mio.)	184,1
Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	9.841
Freefloat (%)	95,34

### Bewertungskennzahlen

	2014e	2015e
KBV	13,9	13,0
KBV	2,9	2,7
Marktkap./Gesamterträge	4,4	4,1
Marktkap./EBT	10,0	9,1
Dividendenrendite (%)	4,3	4,3

### Termine

Hauptversammlung	15.05.2014
Q2-Zahlen	24.07.2014

### Historische Entwicklung (Schlusskurs)

52-Wochen-Hoch/Tief (EUR)	63,29/45,65	
---------------------------	-------------	--

	absolut (%)		
	1M	3M	12M
	-7,5	-6,4	12,8
	relativ gg. (PP)		
	1M	3M	12M
DAX30	-7,4	-8,9	-5,6
Stoxx Europe			
600 Financial	-7,2	-11,9	-7,4
Services			



### Kürzel

Reuters	DB1Gn.DE
Bloomberg	DB1 GY
ISIN	DE0005810055

Quelle: Independent Research; Deutsche Börse; Bloomberg

## Deutsche Börse

Ersteller: Stefan Bongardt (Analyst)

Vor dem Hintergrund eines positiven Sondereffekts (Neubewertung der Anteile an Direct Edge) lagen in Q1 2014 sowohl das Nettoergebnis (219,0 Mio. Euro) als auch das EBIT (329,9 Mio. Euro) jeweils deutlich über unserer Erwartung. Der Zuwachs der Nettoerlöse um 6% YoY auf 514,2 Mio. Euro ist überwiegend auf Konsolidierungseffekte zurückzuführen. Bereinigt belief sich der Anstieg auf lediglich 2% YoY. Für das laufende Geschäftsjahr wird an den Prognosen festgehalten (u.a. EBIT: 0,85 bis 1,05 Mrd. Euro; Zielerreichung Q1 2014: 39%). Insgesamt verlief das Q1 2014 u.E. zufriedenstellend. Das mittelfristige Ergebnispotenzial sehen wir angesichts des herausfordernden Marktumfelds hingegen als begrenzt an. Demgegenüber steht die attraktive Dividendenrendite (2014e: 4,3%). Vor dem Hintergrund der besser als von uns unterstellten Ergebnisentwicklung in Q1 2014 heben wir unsere EpS-Prognose für 2014 auf 3,85 (alt: 3,77) Euro an. Bei einem unveränderten Kursziel von 56,00 Euro (Peer Group-Bewertung) votieren wir neu mit Halten (alt: Verkaufen) für die Deutsche Börse-Aktie.

### Unternehmensdaten

(in Mio. EUR / IFRS)	2012	2013	2014e	2015e
Gesamterträge	2.209	2.217	2.261	2.398
gg. Vj. (%)	-6,6	0,4	2,0	6,1
EBT	837	668	989	1.081
gg. Vj. (%)	-27,8	-20,2	48,0	9,3
Nettoergebnis	645	478	709	760
gg. Vj. (%)	-24,6	-25,8	48,1	7,2
Eigenkapital	2.947	3.037	3.359	3.695
ROE (%)	22,0	16,0	22,2	21,5

### Daten je Aktie

(in EUR)	2012	2013	2014e	2015e
Ergebnis	3,44	2,60	3,85	4,12
Dividende	2,10	2,10	2,30	2,30
Buchwert	15,77	16,50	18,24	20,06

Quelle: Independent Research; Deutsche Börse

Die Deutsche Börse zählt zu den weltweit größten Börsenbetreibern. Das Produkt- und Dienstleistungsportfolio umfasst die gesamte Prozesskette vom Aktien- und Terminhandel über die Abwicklung bis zur Entwicklung und zum Betrieb der elektronischen Handelssysteme. Damit ist die Deutsche Börse breiter aufgestellt als ihre Wettbewerber. Die Geschäftsaktivitäten gliedern sich in die Segmente Xetra, Eurex, Clearstream und Market Data & Services. Nach der Akquisition der US-Optionsbörse International Securities Exchange (ISE) Ende 2007 ist der Börsenbetreiber auch direkt auf dem US-Markt vertreten.



## Highlights

- ⇨ Angesichts eines Sondereffekts übertraf das Nettoergebnis in Q1 2014 mit 219,0 Mio. Euro deutlich unsere Prognose von 174,2 Mio. Euro.
- ⇨ Für 2014 stellt die Deutsche Börse Nettoerlöse von 1,9 bis 2,1 Mrd. Euro sowie ein EBIT von 0,85 bis 1,05 Mrd. Euro in Aussicht.

## Geschäftsentwicklung

Das Nettoergebnis in Q1 2014 fiel mit 219,0 (Vj.: 121,2) Mio. Euro deutlich höher als von uns erwartet (174,2 Mio. Euro; Markterwartung: 178,0 Mio. Euro) aus. Auch das EBIT überraschte uns mit 329,9 (Vj.: 192,0; unsere Prognose: 266,1) Mio. Euro positiv.

Die jeweils deutliche Abweichung zu unserer Prognose ist überwiegend auf einen Einmalertrag im Zuge der Neubewertung der Anteile an Direct Edge (62,7 Mio. Euro; im Beteiligungsergebnis erfasst) zurückzuführen. Auf bereinigter Basis blieb das EBIT mit 271,6 Mio. Euro im Rahmen unserer Erwartung. Positiv war die Entwicklung der Nettoerlöse mit einem Zuwachs (+6% YoY) auf 514,2 (Vj.: 484,3) Mio. Euro. Jedoch ist der Anstieg überwiegend auf Konsolidierungseffekte (kumuliert: 20,2 Mio. Euro; u.a. Vollkonsolidierung der EEX und Impendium Systems) zurückzuführen. Bereinigt belief sich der Zuwachs lediglich auf 2% YoY. Die operativen Kosten blieben vor dem Hintergrund eines hohen Sonderaufwands in Q1 2013 (Effizienzprogramm: 65,8 Mio. Euro) mit 247,8 (Vj.: 295,3) Mio. Euro deutlich unter dem Vorjahr. Auffällig waren u.E. zudem das verbesserte Finanzergebnis von -10,9 (Vj.: -23,2) Mio. Euro, welches überwiegend auf die in 2013 abgeschlossenen günstigen Refinanzierungen von Verbindlichkeiten zurückzuführen ist.

Deutsche Börse	Nettoerlöse Q1 2013 in Mio. EUR	Nettoerlöse Q1 2014 in Mio. EUR	Veränderung
Xetra	37	44	18,9%
Eurex	198	207	4,9%
Clearstream	159	170	7,1%
Market Data & Services	92	94	2,3%
<b>Konzern</b>	<b>484</b>	<b>514</b>	<b>6,2%</b>
	EBIT Q1 2013 in Mio. EUR	EBIT Q1 2014 in Mio. EUR	Veränderung
Xetra	10	28	164,4%
Eurex	95	168	77,8%
Clearstream	50	85	70,7%
Market Data & Services	38	50	32,5%
<b>Konzern</b>	<b>192</b>	<b>330</b>	<b>71,8%</b>

Quelle: Deutsche Börse



## Perspektiven

Die u.E. wenig ambitionierte Zielsetzung für 2014 ließ die Deutsche Börse unverändert. Demnach wird ein Nettoumsatz von 1,9 bis 2,1 (2013: 1,9) Mrd. Euro (Zielerreichung Q1 2014: 27%; bezogen auf das untere Ende der Spanne) erwartet. Das EBIT wird in einem Korridor von 0,85 bis 1,05 (2013: 0,74) Mrd. Euro (Zielerreichung Q1 2014: 39%) gesehen. Unter Berücksichtigung der operativen Entwicklung in Q1 2014 sollten diese Ziele komfortabel erreicht werden.

Die Deutsche Börse hat für das laufende Geschäftsjahr weitere Investitionen (Wachstumsinitiativen sowie Infrastruktur) von rund 30 Mio. Euro angekündigt. Künftige Wachstumschancen stellen u.a. das Clearing von außerbörslich gehandelten Derivaten (Zulassung von der BaFin am 10.04.) sowie die Expansion in Asien (u.a. jüngste Kooperation mit der Bank of China; Ziel: Aufbau eines europäischen Offshore-Centers für die chinesische Währung Renminbi in Frankfurt) dar. Das hieraus abzuleitende Erlöspotenzial ist hingegen nach unserer Einschätzung derzeit nicht abzuschätzen.

Insgesamt verlief die bereinigte Q1-Entwicklung u.E. zufriedenstellend. Erste Stabilisierungstendenzen sind nach dem schwachen Geschäftsjahr 2013 (-1% YoY) auf der Erlösebene auszumachen. Dennoch sollte das mittelfristige Ergebnispotenzial angesichts des herausfordernden Marktumfelds für Börsenbetreiber nach unserer Einschätzung begrenzt bleiben. Als attraktiv sehen wir hingegen die Dividendenrendite (2014e: 4,3%) an. Angesichts des höher als erwarteten Ergebnisses in Q1 2014 heben wir unsere EpS-Prognose für 2014 auf 3,85 (alt: 3,77) Euro an. Bei einem unveränderten Kursziel von 56,00 Euro (Peer Group-Bewertung) votieren wir neu mit Halten (alt: Verkaufen).



## SWOT-Analyse

### Stärken

- Produkt- und Dienstleistungsportfolio deckt die gesamte Wertschöpfungskette ab (integriertes Geschäftsmodell)
- sehr gute Marktstellung im Terminhandel (Eurex) sowie in der Wertpapierabwicklung/-verwahrung (Clearstream)
- attraktive Ausschüttungspolitik (Dividenden)
- zuletzt punktuelle Investitionen in Wachstumsfelder

### Schwächen

- volatile Ergebnisentwicklung auf Grund der hohen Kapitalmarktabhängigkeit
- Margendruck im Kassahandel durch die Etablierung alternativer Handelsplattformen
- aktuelle Geldpolitik führt zu schwachem Handelsvolumen bei Zinsprodukten
- kein deutlicher Anstieg der Nettoerlöse zu erwarten

### Chancen

- zusätzliche Ertragspotenziale bei neuer Finanzmarktregulierung (u.a. Verlagerung von Produkten wie CDS vom OTC- in den regulierten Börsenhandel)
- stärkere Bearbeitung des asiatischen Marktes
- Kostensenkungsprogramm trägt zur Ergebnisstabilisierung bei

### Risiken

- latentes Abschreibungsrisiko auf immaterielle Vermögenswerte (ISE)
- Erhöhung des Margendrucks durch steigende Wettbewerbsintensität
- Regulierung der Finanzmärkte
- Rechtsstreitigkeiten

Quelle: Independent Research



## Deutsche Börse Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2011	2012	2013	2014e	2015e
Gesamterträge	2.365	2.209	2.217	2.261	2.398
Verwaltungsaufwand	1.217	1.240	1.478	1.228	1.271
EBIT	1.163	969	739	1.033	1.127
EBT	1.159	837	668	989	1.081
Steuern	-281	-167	-173	-262	-301
Ergebnis nach Steuern	878	670	495	727	779
Minderheitenanteile	-23	-25	-17	-18	-19
Nettoergebnis	855	645	478	709	760
Anzahl Aktien (Mio. St.)	183,5	186,8	184,1	184,2	184,2
Ergebnis je Aktie	4,60	3,44	2,60	3,85	4,12
Dividende je Aktie	3,30	2,10	2,10	2,30	2,30

Quelle: Independent Research; Deutsche Börse

## Deutsche Börse Bilanzdaten

in Mio. EUR	2011	2012	2013	2014e	2015e
Bilanzsumme	218.003	216.528	189.295	211.790	214.145
Barreserve	14.787	20.093	16.850	16.345	17.200
Immaterielle Vermögenswerte	3.164	3.179	3.159	3.285	3.174
Finanzinstrumente der Eurex Clearing AG	183.618	178.057	153.547	176.579	178.345
Bardepots der Marktteilnehmer	13.862	19.451	16.222	16.335	16.450
Verbindlichkeiten aus Bankgeschäft	14.170	12.880	9.725	9.823	9.724
Eigenkapital	2.920	2.947	3.037	3.359	3.695

Quelle: Independent Research; Deutsche Börse

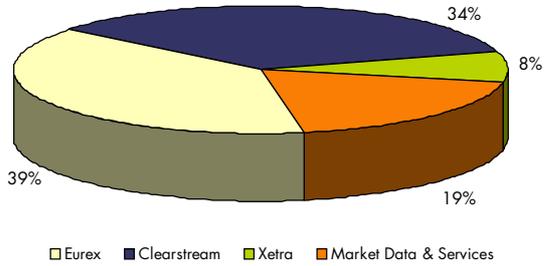
## Deutsche Börse Wichtige Kennzahlen

	2011	2012	2013	2014e	2015e
Buchwert / Aktie (EUR)	15,92	15,77	16,50	18,24	20,06
KGV	10,7	12,6	19,8	13,9	13,0
KBV	3,1	2,8	3,1	2,9	2,7
Dividendenrendite	6,7%	4,8%	4,1%	4,3%	4,3%
ROE (vor Steuern)	39,9%	28,5%	22,3%	30,9%	30,6%
ROE (nach Steuern)	29,4%	22,0%	16,0%	22,2%	21,5%
Eigenkapitalquote	8,5%	7,7%	8,5%	9,5%	10,3%
Aufwands-Ertragsquote	51,5%	56,1%	66,7%	54,3%	53,0%

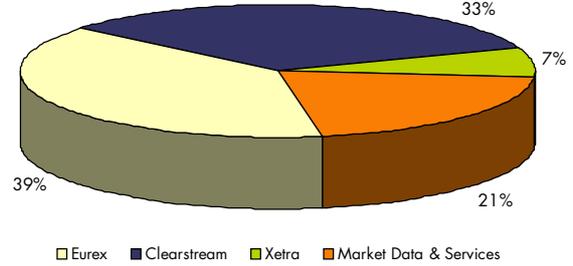
Quelle: Independent Research; Deutsche Börse



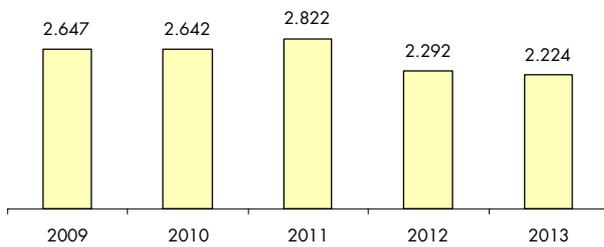
Nettoerlöse nach Segmenten (2013)



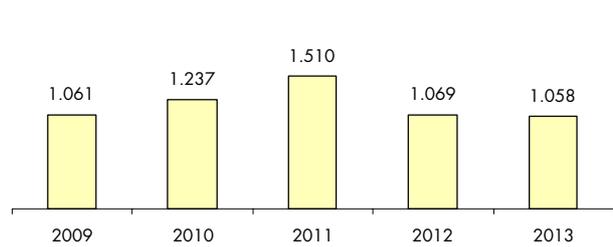
Bereinigtes EBIT nach Segmenten (2013)



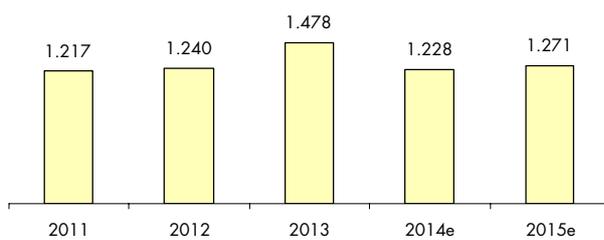
Eurex: Zahl der gehandelten Kontrakte (inkl. ISE, in Mio.)



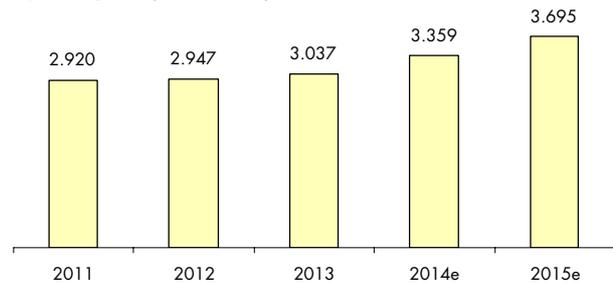
Xetra: Handelsvolumen (in Mrd. EUR)



Verwaltungsaufwand (in Mio. EUR)



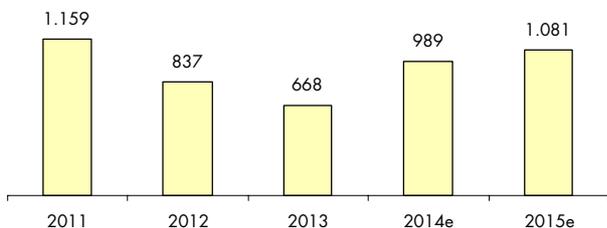
Eigenkapital (in Mio. EUR)



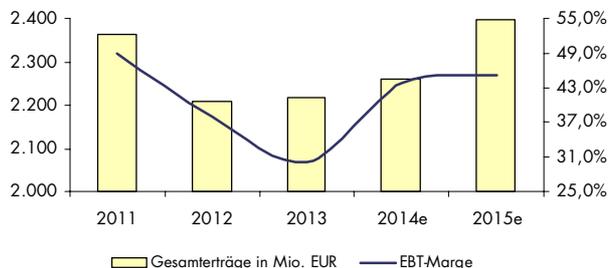
Quelle: Independent Research; Deutsche Börse



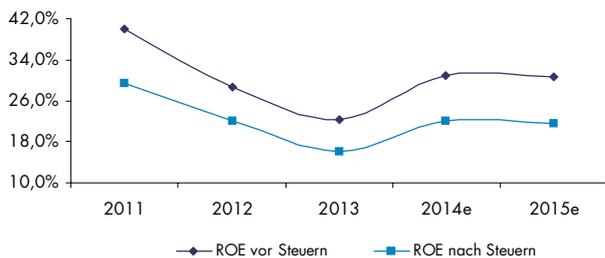
EBT (in Mio. EUR)



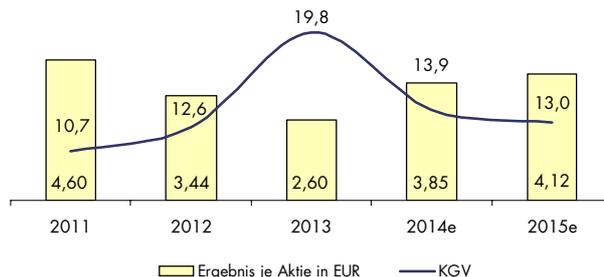
Gesamterträge und EBT-Marge



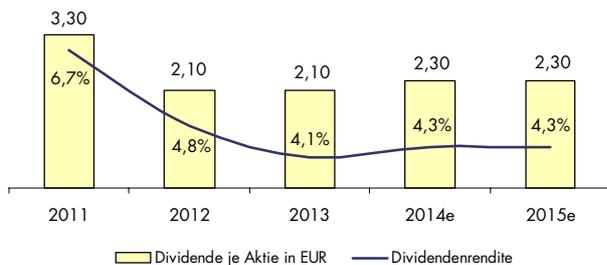
ROE vor bzw. nach Steuern



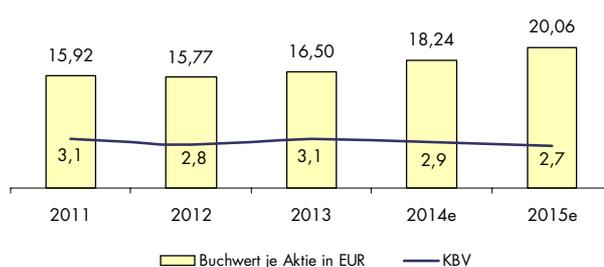
Ergebnis je Aktie und KGV



Dividende je Aktie und Dividendenrendite



Buchwert je Aktie und KBV



Quelle: Independent Research; Deutsche Börse



## Rechtliche Hinweise

### Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten - (Gültig ab dem 18.12.2009)

- Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
- Halten: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten eine Wertentwicklung zwischen 0% und 15% aufweisen.
- Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust aufweisen.

### Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten - (Gültig bis zum 17.12.2009)

- Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
- Akkumulieren: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
- Reduzieren: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
- Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

## **Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung**

### Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

### Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

#### Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

### Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.



**Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:**

**Aktienanalysen:**

Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen („Coverliste Aktienanalysen“) veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist primär die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX®, EuroStoxx 50<sup>SM</sup> und Stoxx Europe 50<sup>SM</sup>). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird, wenn von der Independent Research GmbH als sinnvoll betrachtet, ein qualifizierter Kurzkomentar oder eine Studie verfasst. Dies erfolgt im Regelfall nach der Veröffentlichung von Unternehmenszahlen. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

**Übersicht der Umvotierungen:**

Eine Übersicht der Umvotierungen der letzten 12 Monaten befindet sich auf der Homepage von Independent Research GmbH unter [www.irffm.de](http://irffm.de) (<http://irffm.de/images/stories/pdf/umvotierung.pdf>).

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der §§ 33 und 33b WpHG.

**Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 30.04.2014 -**

**Mögliche Interessenkonflikte können mit folgenden, in diesem Research-Report genannten Emittenten existieren:**

<b>Emittent</b>	<b>Interessenkonflikte</b>
-	-

**Die Independent Research GmbH 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 dem Emittenten - der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse ist - oder dem Berater und/oder der beratenden Bank eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- 5) haben diese Finanzanalyse ohne den Bewertungs-/Prognoseanteil vor der Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.



### **Rechtliche Hinweise**

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die Independent Research GmbH erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Dieses Dokument 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. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung dieser Informationen ist die Independent Research GmbH insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs und/oder eines Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen.

Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die Independent Research GmbH dar. 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.

Die Independent Research GmbH hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die Independent Research GmbH keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die Independent Research GmbH übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Obgleich die Independent Research GmbH Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die Independent Research GmbH sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die Independent Research GmbH übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

**Stand: 30.04.2014**

**Independent Research GmbH  
Friedrich-Ebert-Anlage 36  
D-60325 Frankfurt am Main**

**Zuständige Aufsichtsbehörde:**  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn  
und  
Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main



Independent Research

Westend Office

Friedrich-Ebert-Anlage 36

60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0

Telefax: +49 (69) 971490-90

E-Mail: [info@irffm.de](mailto:info@irffm.de)

Internet: [www.irffm.de](http://www.irffm.de)