

# MEDIA & ENTERTAINMENT

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## DEAG Entertainment<sup>6)</sup>

Reuters: ERMGk.DE

Bloomberg: ERMK GY

Jahr *	Umsatz		Bereinigtes IFRS-Ergebnis je Aktie		Cashflow je Aktie		KGV	KCF	Dividende je Aktie EUR
	Mio. EUR	(12M)	EUR	(12M)	EUR	(12M)			
2010	125,8	(132,1)	0,14	(0,17)	0,23	(0,28)	18,4	11,3	0,00
2011e	135,0	(161,2)	0,15	(0,23)	0,25	(0,36)	22,6	13,8	0,00
2012e	143,1	(182,1)	0,20	(0,30)	0,30	(0,45)	17,4	11,4	0,00
2013e	150,3	(-)	0,22	(-)	0,33	(-)	15,8	10,4	0,00

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

### Review Geschäftsjahr 2010 – Anlageurteil und Fair Value bestätigt

- » **Massive Ertragssteigerung:** DEAG bestätigte die bereits veröffentlichten vorläufigen Geschäftszahlen. Demnach stiegen der Umsatz um 8% auf 126 Mio. Euro, das EBITDA um 56% auf 10 Mio. Euro und die Marge um 240 Bps auf 7,9%. Damit lagen die berichteten Ertragszahlen deutlich über unserer ursprünglichen Erwartung. Lediglich das bisher unveröffentlichte Nettoergebnis lag infolge höherer Steuerzahlungen und Minderheiten unter unserer Schätzung.
- » **Optimistischer Ausblick:** Das Management rechnet sowohl für 2011 als auch für 2012 mit einem weiteren Anstieg sämtlicher Ergebniskennzahlen. Dieses Ziel soll hauptsächlich durch organisches Wachstum und die europäische Expansion des Klassik- und Schlagergeschäfts erreicht werden. Für interessante Märkte hält das Management dabei Österreich, Spanien, Frankreich und Regionen wie Benelux und Skandinavien. Darüber hinaus hat DEAG einen neuen Vertrag mit Ticketmaster ausgehandelt, der langfristig zu deutlich höheren Erträgen führen soll.
- » **DZ BANK Schätzungen:** Angesichts der deutlich über den Erwartungen liegenden Margen-Entwicklung haben wir unsere Ertragsprognose erhöht, die EPS-Schätzung infolge höherer Steuern und Minderheiten hingegen reduziert. Unsere Free-Cashflow-Schätzung bleibt weitgehend unverändert, da die höheren Steuern durch niedrigere Investitionen kompensiert werden.
- » **Fazit & Bewertung:** Angesichts der sehr guten Geschäftsentwicklung in 2010, des optimistischen Ausblicks und unserer positiven Einschätzung des deutschen Konsums für 2011 bestätigen wir unser Anlageurteil Kaufen und den DCF-Fair Value von 3,9 Euro.

Ausgewählte Unternehmen	Kurs am 7.4.2011	KGW 11e	KGW 12e	EV / EBITDA 11e	EV / EBITDA 12e	EV / Umsatz 11e	Anl.-urteil
DEAG Entertainment	3,44 EUR	22,6	17,4	2,0	1,5	0,15	↑
CTS Eventim	49,32 EUR	19,5	14,6	12,6	9,8	2,57	↑
Live Nation Inc	10,48 USD	-	45,6	6,9	5,5	0,53	-

Median bez. auf alle Vergleichswerte: KGW 19,5, 30,1; EV / EBITDA 9,8, 7,7; EV / Umsatz 1,55, -

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

### AKTIEN

Flash  
8.4.2011

**Kaufen** (zuvor Kaufen)

Schlusskurs am 7.4.2011

(in EUR): 3,44

Fair Value: 3,90 (zuvor 3,90)

Risikoklasse: 5

Finanzkennzahlen 2011e:

Buchwert je Aktie (in EUR):	1,96
EK-Quote (in %):	35,4
Nettorendite (in %):	4,0
ROE nach Steuern (in %):	16,5
Dividendenrendite (in %):	0,0
Free Cashflow (in Mio. EUR):	5,4
Net Debt (in Mio. EUR):	-26,9

Anzahl Aktien

(Mio. Stück): 12,4

Marktkapitalisierung

(in Mio. EUR): 42,62

Free Float (in %): 50,0

WKN: A0Z23G

ISIN: DE000A0Z23G6

Datastream: D:ERMX

Nächster Newsflow:

Bericht Q1/2011: 31. Mai 2011



Ersteller: Christoph Bast, Analyst

**DZ BANK**  
Zusammen geht mehr.

## REVIEW GESCHÄFTSJAHR 2010

### Massive Ertragssteigerung in 2010

Nachdem sich DEAG in den letzten Jahren von einem Großteil ihrer Konzerttöchter aus dem Bereich Rock/Pop international getrennt hat und 2009 eine Kooperation mit Sony Music Deutschland eingegangen ist, konnte 2010 eine deutliche Ergebnissteigerung erwirtschaftet werden. Dabei stiegen der Konzernumsatz 2010 um 8% auf 126 Mio. Euro, das EBITDA um 56% auf 10 Mio. Euro und die Marge um 240 Bps auf 7,9%. Auch der operative Cashflow konnte mit 5,8 Mio. Euro nach von 0,9 Mio. Euro im Vorjahr extrem zulegen. Somit lagen die berichteten Zahlen signifikant über unseren Schätzungen.

**EBITDA +56% auf 10 Mio. Euro**

Unseres Erachtens beruht dieser Umsatz- und Rentabilitätsanstieg auf dem Ausbau des margen-stärkeren Klassik- und Schlagergeschäfts. So wurden im Geschäftsjahr 2010 erfolgreiche Großtourneen mit David Garrett, Peter Maffay und Hansi Hinterseer durchgeführt. Doch auch im Rock/Pop-Segment wurden in der Schweiz, über den Marktführer und DEAG-Tochter Good-News Konzerte mit U2, AC/DC, Rihanna, Pink und Lady Gaga durchgeführt. Ingesamt verlief das Schweizer Konzertgeschäft laut DEAG Management überdurchschnittlich. Darüber hinaus dürfte auch ein verbessertes Reporting, ein strikter Kostenfokus sowie neue Künstler und Veranstaltungsformate, die auf dem Joint Venture mit Sony Music beruhen, zu dieser Entwicklung beigetragen haben.

**Starke Konzertsaison in Deutschland und der Schweiz**

Das Nettoergebnis lag angesichts höherer Steuern und Minderheiten deutlich unter unserer Schätzung. Der erhöhte Steueraufwand beruht auf dem Wegfall des Verlustvortages der DEAG Classics AG und resultiert aus dem Joint Venture mit Sony Music. Wir rechnen jedoch damit, dass sich durch den Kauf von Minderheitenanteilen die Belastung des Nettoergebnisses in Zukunft leicht reduzieren wird.

**Nettoergebnis von höheren Steuern und Minderheiten belastet**

### GESCHÄFTSENTWICKLUNG 2010 DEUTLICH ÜBER UNSEREN ERWARTUNGEN

Mio. Euro	Q4/09	Q4/10	yoy	DZe	Delta	2009	2010	yoy	DZe	Delta
<b>Umsatz</b>	<b>35,5</b>	<b>42,4</b>	<b>20%</b>	<b>48,8</b>	<b>-13%</b>	<b>116,7</b>	<b>125,8</b>	<b>8%</b>	<b>132,0</b>	<b>-5%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>3,2</b>	<b>5,5</b>	<b>72%</b>	<b>3,5</b>	<b>58%</b>	<b>6,4</b>	<b>10,0</b>	<b>56%</b>	<b>7,9</b>	<b>27%</b>
Marge	9,0%	13,0%		7,2%					6,0%	
EBIT	2,5	4,6	85%	3,0	57%	4,8	8,2	71%	6,5	26%
Marge	7,1%	10,9%		6,0%		4,1%	6,5%		4,9%	
Steuern	-0,2	-1,7	n.a.	-0,1	n.a.	-0,4	-2,5	n.a.	-1,0	
Minderheiten	-1,0	-1,9	96%	-1,6	20%	-1,6	-3,0	86%	-2,7	
<b>Nettoergebnis</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>56%</b>	<b>1,3</b>	<b>n.a.</b>	<b>0,5</b>	<b>1,3</b>	<b>n.a.</b>	<b>2,1</b>	
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,4</b>	<b>-56%</b>			<b>0,9</b>	<b>5,8</b>	<b>n.a.</b>		

Quelle: DZ BANK Research, DEAG Entertainment AG

## AUSBLICK 2011/2012

### Feedback von der Telefonkonferenz

- » Das Management rechnet für 2011 und 2012 mit einem Anstieg sämtlicher Gewinnkennzahlen. Diese Ziele sollen hauptsächlich durch organisches Wachstum erreicht werden. Insbesondere in Großbritannien rechnet das Management mit einer engeren Zusammenarbeit mit Anschutz Entertainment und mit einer höheren Anzahl an Konzerten mit Künstlern von Sony Music.
- » Aufgrund der guten Vorverkaufszahlen für die Folgetourneen von David Garrett und Peter Maffay ist DEAG auch für das Konzertgeschäft in Deutschland im Jahr 2011 recht optimistisch. Außerdem hat DEAG einen neuen Ticketingvertrag mit Ticketmaster Deutschland ausgehandelt, der langfristig zu deutlich höheren Provisionen führen sollte.
- » Beim internationalen Ausbau des Klassik- und Schlagergeschäfts konzentriert sich DEAG auf Länder wie Österreich, Frankreich und Spanien sowie Regionen wie Benelux und Skandinavien. Wir begrüßen, dass das Wachstum in diesen Regionen unserem Verständnis nach nicht durch große Akquisitionen, sondern durch neue Kooperationen erfolgen wird. Dies sollte die Free-Cashflow-Entwicklung unterstützen. Angaben des DEAG-Managements zufolge verfügt Sony Music bereits über ein weltweites Kooperationsnetzwerk, dem über 200 Konzertveranstalter angehören. Die meisten davon sind in Europa ansässig und sollen in Zukunft stärker miteinander vernetzt werden.
- » Außerdem will das Management das Geschäftsmodell von einem reinen Konzertunternehmen zu einem Content-Unternehmen umgestalten, wozu auch das margen-starke Kataloggeschäft gehört.

**Weiterer Ergebnisanstieg in 2011 und 2012 erwartet**

**Starke Konzertsaison in D und neuer Vertrag mit Ticketmaster**

**Expansion des Geschäfts mit Klassik- und Schlagerkonzerten**

## FAZIT & BEWERTUNG

### Anlageurteil und Fair Value bestätigt

DEAG hat sehr gute Zahlen vorgelegt, die unsere Erwartungen und die des Konsenses übertrafen. Angesichts der interessanten Konzertpipeline, unserer positiven Einschätzung bezüglich des deutschen Konsumklimas in 2011 und des Anstiegs der Umsatzabgrenzung (Auftragseingang) um 30% gehen wir davon aus, dass DEAG die gesteckten Ziele erreichen wird.

Angesichts der Äußerungen des Managements hinsichtlich der europäischen Expansion, rechnen wir in Zukunft mit niedrigen Investitionen. Dadurch sollten bei der Free-Cashflow-Betrachtung die höheren Steuerzahlungen kompensiert werden. Wir bestätigen daher unser Anlageurteil Kaufen. Unsere Modelle errechnen auf Basis der DCF-Methode (WACC: 10,0%, ewige Rente: 0%, EBIT-Marge im Terminal Value: 6,4%) einen Fair Value von 3,9 Euro.

**Wir rechnen mit dem Erreichen der Guidance**

**KAUFEN | Fair Value 3,9 Euro**

## DZ BANK SCHÄTZUNGEN

Angesichts der deutlich über den Erwartungen liegenden Geschäftsentwicklung 2010 haben wir unsere Margen-Annahmen um 2 Prozentpunkte erhöht. Die hohen Steuerbelastungen und Minderheiten führen zu einer niedrigeren Gewinnschätzung. Durch die reduzierte Capex-Planung wird dieser Negativ-Effekt jedoch kompensiert. Unsere neue Free Cashflow-Schätzung für die Geschäftsjahre 2011-2013 beträgt 4,8 Mio. Euro (5,4 Mio.), 5,1 Mio. Euro (5,0 Mio.) und 5,7 Mio. Euro (4,5 Mio.). Dadurch errechnet sich ein unveränderter Fair Value von 3,9 Euro.

### VERÄNDERUNG DZ BANK SCHÄTZUNGEN

Mio. Euro	Neu			Alt			Δ			Δ%		
	2011e	2012e	2013e	2011e	2012e	2013e	2011e	2012e	2013e	2011e	2012e	2013e
<b>Umsatz</b>	<b>135</b>	<b>143</b>	<b>150</b>	<b>161</b>	<b>182</b>	<b>195</b>	<b>-26</b>	<b>-39</b>	<b>-45</b>	<b>-16%</b>	<b>-21%</b>	<b>-23%</b>
Bruttoergebnis	34	36	38	40	46	49	-6	-10	-11	-16%	-21%	-23%
Marge (%)	25%	25%	25%	25%	25%	25%	0,1%	0,1%	-0,1%			
<b>EBITDA</b>	<b>10,5</b>	<b>11,7</b>	<b>12,6</b>	<b>9,8</b>	<b>11,5</b>	<b>12,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>7%</b>	<b>2%</b>	<b>1%</b>
Marge (%)	8%	8%	8%	6%	6%	6%	1,7%	1,9%	2,0%			
Abschreibungen	-1,2	-1,3	-1,4	-1,6	-1,8	-1,8	0,4	0,5	0,4	-25%	-28%	-22%
<b>EBIT</b>	<b>9,3</b>	<b>10,4</b>	<b>11,2</b>	<b>8,2</b>	<b>9,7</b>	<b>10,7</b>	<b>1,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>13%</b>	<b>8%</b>	<b>5%</b>
Marge (%)	7%	7%	7%	5%	5%	5%	1,8%	2,0%	2,0%			
EBT	8,0	9,1	10,0	7,4	8,9	9,9	0,6	0,3	0,1	8%	3%	1%
Nettoergebnis	1,9	2,4	2,7	2,9	3,7	4,6	-1,0	-1,3	-1,9	-34%	-34%	-41%
<b>EPS</b>	<b>0,15</b>	<b>0,20</b>	<b>0,22</b>	<b>0,23</b>	<b>0,30</b>	<b>0,37</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,15</b>	<b>-34%</b>	<b>-34%</b>	<b>-41%</b>

Quelle: DZ BANK Schätzungen

## APPENDIX

## DCF-MODELL

EUR m	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	TV	CAGR 10-14e
<b>EBIT</b>	<b>9,3</b>	<b>10,4</b>	<b>11,2</b>	<b>11,8</b>	<b>12,0</b>	<b>10,6</b>	<b>7%</b>
Bereinigtes EBIT für DCF	9,3	10,4	11,2	11,8	12,0	10,6	
Ertragsteuern auf EBIT für DCF	-3,1	-3,4	-3,7	-3,9	-4,0	-3,5	
Effektiver Ertragsteuersatz (Cash Taxes)	33%	33%	33%	33%	33%	33%	
<b>NOPAT</b>	<b>6,3</b>	<b>7,0</b>	<b>7,5</b>	<b>7,9</b>	<b>8,1</b>	<b>7,1</b>	<b>7%</b>
Abschreibungen	1,2	1,3	1,4	1,5	1,7	3,0	
Investitionen	-3,0	-3,2	-3,4	-3,4	-3,5	-4,3	
Veränderungen im Working Capital	0,4	0,0	0,1	-0,1	-0,3	0,1	
<b>Free cash flows</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>	<b>5,7</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	
<b>Barwert der Free Cashflows</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,5</b>	<b>37,0</b>	
<b>Kumulierter Barwert der DCF</b>	<b>59,9</b>						
Wert nicht-betriebsnotw. Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Langfristige finanzielle Vermögenswerte	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Kurzfristige finanzielle Vermögenswerte	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	
Liquide Mittel	31,8	38,1	43,4	49,2	55,2	94,4	
<b>Enterprise value</b>	<b>93,2</b>						
Verzinsliche finanzielle Verbindlichkeiten	-7,9						
Nicht-verzinsliche finanzielle Verbindl.	-1,1						
Langfristige Rückstellungen	-0,2						
Eigenkapitalwert	84,1						
Wert der Minderheiten	-38,0						
Eigenkapitalwert abzgl. Minderheiten	46,1						
Aufzinsung zum Bewertungstag	2,2						
Eigenkapitalwert	48,3						
Anzahl Aktien (Mio.)	12,4						
<b>Eigenkapitalwert je Aktie</b>	<b>3,9</b>						

DCF-Parameter	
Risikofreie Rate:	3,2%
Risikoprämie Aktienmarkt:	5,0%
Levered Beta:	1,4
Wachstum ewige Rente:	0,0%
ø WACC:	10,0%
EBIT-Marge Terminal Value:	6,4%
<b>TV-Anteil am FCF-Barwert:</b>	<b>62%</b>

Quelle: DZ BANK Schätzungen

## AUF EINEN BLICK

### Unternehmensbeschreibung

Die Deutsche Entertainment AG ist Europas größter Veranstalter von Konzerten der klassischen Musik und die Nr.2 im deutschsprachigen Raum für Live Entertainment Veranstaltungen. Nach der strategischen Neuausrichtung in 2008 hat DEAG den operativen Turnaround vollzogen und konzentriert sich nun auf die internationale Expansion des Klassik- und Schlagergeschäfts.

### Begründung des Anlageurteils

Aufgrund des von uns erwarteten höchsten Konsumanstiegs in Deutschland seit 2001 sehen wir für DEAG starke Wachstumsmöglichkeiten im Konzertgeschäft. Zudem sollte DEAG bei der Auslandsexpansion des Konzertgeschäftes von der Kooperation mit Sony Music profitieren. Auch das neu gegründete Schlagersegment sollte durch Sony einen deutlichen Wachstumsschub erfahren.

### Kursrelevante aktuelle Themen

- » Akquisitionen, Neugründungen und Kooperationen im europäischen Ausland
- » Ausbau des neu gegründeten Schlagersegments in Zusammenarbeit mit Ariola
- » Entdeckung und Kooperation mit neuen massenattraktiven Künstlern

### Chancen und Risiken

Chancen	Risiken
DEAG sollte 2011 vom stärksten Konsumanstieg der letzten 10 Jahre profitieren.	Deutliche Eintrübung des privaten Konsums
Akquisition neuer Künstler und Erschließung neuer Auslandsmärkte durch die Kooperation mit Sony.	Ausfall oder Verschiebung einzelner Konzerttermine
Entdeckung und exklusive Vermarktung neuer Ausnahmekünstler wie z.B. David Garrett.	Überschaubare Eigenkapitalausstattung des Unternehmens
Erschließung neuer Umsatzquellen wie Sponsoring- und Marketingerlöse.	Geringe Visibilität

## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Mio. Euro	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>125,8</b>	<b>135,0</b>	<b>143,1</b>	<b>150,3</b>	<b>154,8</b>	<b>157,9</b>
% ggü. Vorjahr	8%	7%	6%	5%	3%	2%
Herstellungskosten	-94,5	-101,1	-106,9	-112,3	-115,7	-118,0
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>31,3</b>	<b>33,9</b>	<b>36,2</b>	<b>38,0</b>	<b>39,0</b>	<b>39,8</b>
% ggü. Vorjahr	20%	8%	7%	5%	3%	2%
Vertriebskosten	-13,2	-14,0	-14,7	-15,3	-15,6	-15,9
Verwaltungskosten	-11,4	-12,2	-12,7	-13,2	-13,5	-13,7
F&E-Aufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	3,2	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sondererträge/-aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>8,2</b>	<b>9,3</b>	<b>10,4</b>	<b>11,2</b>	<b>11,8</b>	<b>12,0</b>
Nachrichtlich: EBIT bereinigt	8,9	9,3	10,4	11,2	11,8	12,0
% ggü. Vorjahr	84%	5%	12%	8%	5%	2%
Finanzergebnis	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2	-1,2
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>6,9</b>	<b>8,0</b>	<b>9,1</b>	<b>10,0</b>	<b>10,6</b>	<b>10,9</b>
Nachrichtlich: EBT bereinigt	7,6	8,0	9,1	10,0	10,6	10,9
% ggü. Vorjahr	132%	6%	14%	9%	6%	3%
Ertragsteuern (fortgeführt)	-2,5	-2,6	-3,0	-3,3	-3,5	-3,6
Steuerquote	37%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)</b>	<b>4,4</b>	<b>5,4</b>	<b>6,1</b>	<b>6,7</b>	<b>7,1</b>	<b>7,3</b>
Ergebnis nach Ertragsteuern (nicht fortgeführt)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis nach Ertragsteuern</b>	<b>4,4</b>	<b>5,4</b>	<b>6,1</b>	<b>6,7</b>	<b>7,1</b>	<b>7,3</b>
Ergebnisanteile der Minderheiten	-3,0	-3,5	-3,7	-4,0	-4,2	0,0
<b>Ergebnis nach Anteilen Dritter</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>7,3</b>
davon: aus fortgeführten Geschäftsbereichen	1,3	1,9	2,4	2,7	2,9	7,3
davon: aus nicht fortgeführten Geschäftsber.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewicht. dschn. Anz. Aktien, verwäss. (Mio. Stck.)	12,388	12,388	12,388	12,388	12,388	12,388
IFRS-Ergebnis je Aktie, verwässert	0,11	0,15	0,20	0,22	0,23	0,59
Bereinigtes Ergebnis je Aktie, verwässert (fortgeführt)	0,14	0,15	0,20	0,22	0,23	0,59
<b>Nachrichtlich</b>						
Abschreibungen	1,8	1,2	1,3	1,4	1,5	1,7
EBITDA	10,0	10,5	11,7	12,6	13,3	13,8
EBITDA bereinigt	10,0	10,5	11,7	12,6	13,3	13,8
Geschäftsjahresende per 31.12.						

Quelle: DEAG Entertainment und DZ BANK  
Schätzung

**KENNZAHLEN**

Euro	2010	2011e	2012e	2013e	2014e
<b>GuV-Kennzahlen</b>					
Umsatzerlöse (in Mio.)	125,8	135,0	143,1	150,3	154,8
EBITDA-Rendite	8,0%	7,8%	8,2%	8,4%	8,6%
EBIT-Rendite	7,1%	6,9%	7,3%	7,5%	7,6%
Nettorendite	3,8%	4,0%	4,3%	4,4%	4,6%
Investitionsquote	0,0%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
<b>F&amp;E-Quote</b>					
Verwalt. u. Vertriebskosten / Umsatz	19,6%	19,4%	19,2%	19,0%	18,8%
Sonst. betr. Aufw. u. Ertr. / Umsatz	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%
Finanzergebnis / Umsatz	-1,0%	-1,0%	-0,9%	-0,8%	-0,8%
Zinsdeckungskoeffizient	7,6	7,2	8,0	9,0	9,8
Dschn. Umsatzwachstum nächste 5 J.	4,6%	3,4%	2,4%	1,6%	1,2%
Dschn. Ergebniswachstum nächste 5 J.	40,1%	31,4%	25,0%	23,0%	21,6%

<b>Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen</b>					
Eigenkapitalrendite (ROE)	17,6%	16,5%	16,4%	15,7%	14,7%
Betriebskapitalrendite (ROCE)	173,5%	142,8%	124,4%	110,2%	97,6%

<b>Produktivitätskennzahlen</b>					
Umsatz je Mitarbeiter (in Tsd.)	391,77		829,57	851,30	1738,91
EBIT je Mitarbeiter (in Tsd.)	27,69		60,49	63,58	132,69

<b>Bilanzkennzahlen</b>					
Eigenkapitalquote	32,0%	35,4%	38,2%	41,0%	43,9%
Anlagendeckungsgrad	101,4%	111,4%	118,7%	126,2%	134,1%
Liquidität (Quick Ratio)	85,7%	92,0%	96,8%	102,2%	108,6%
Forderungen / Umsatz	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Investitionen / Abschreibungen		246,7%	242,3%	239,3%	223,3%
Working Capital-Quote	-22,3%	-21,1%	-19,9%	-19,0%	-18,4%
Filmvermögen (in Mio.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Debt (in Mio.)	-22,9	-26,9	-29,8	-33,3	-37,0
Net Debt komplett (in Mio.)	-24,1	-28,1	-31,0	-34,5	-38,2

<b>Kennziffern je Aktie</b>					
Ergebnis je Aktie, verwässert	0,14	0,15	0,20	0,22	0,23
Cash Earnings je Aktie, verwässert	0,23	0,25	0,30	0,33	0,35
Dividende je StA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash je Aktie, verwässert	2,57	2,88	3,10	3,36	3,65
Net Debt je Aktie, verwässert	-1,85	-2,17	-2,41	-2,69	-2,99

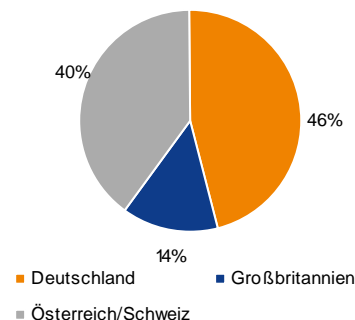
<b>Bewertungskennzahlen</b>					
Enterprise Value / Umsatz	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Enterprise Value / EBITDA	1,5	2,0	1,5	1,1	0,8
Enterprise Value / EBIT	1,7	2,2	1,7	1,3	0,9
EV/Umsatz zu Umsatzwachstum	0,02	0,03	0,04	0,04	0,04
PEG-Ratio StA	0,42	0,56	0,55	0,63	0,64

Geschäftsjahresende per 31.12.

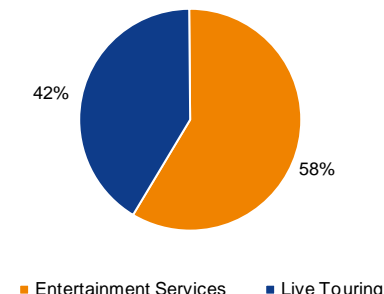
Quelle: DEAG Entertainment, DZ BANK Schätzung

**BILANZ**

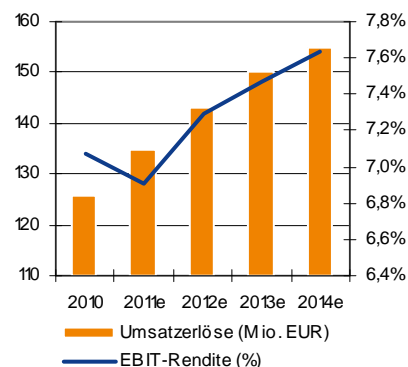
**UMSATZ NACH REGIONEN 2010**



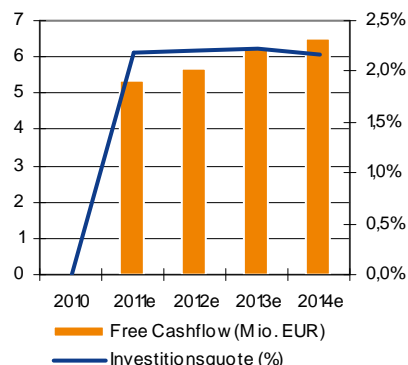
**UMSATZ NACH GESCHÄFTSFELDERN 2010**



**UMSATZ- UND MARGENTWICKLUNG**



**FREE CASHFLOW UND INVESTITIONSQUOTE**



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

**BILANZ**

IFRS - in Mio. Euro	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
<b>AKTIVA</b>						
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>34,2</b>	<b>36,0</b>	<b>37,8</b>	<b>39,8</b>	<b>41,6</b>	<b>43,4</b>
Immaterielle Vermögensgegenstände	24,2	25,8	27,4	29,0	30,7	32,3
davon Goodwill	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7
Filmvermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	9,0	9,1	9,3	9,4	9,6	9,8
Finanzielle Vermögenswerte	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Sonst. Forderungen und Vermögenswerte	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>50,9</b>	<b>56,0</b>	<b>60,0</b>	<b>64,3</b>	<b>68,5</b>	<b>72,5</b>
Vorräte	7,7	8,3	8,8	9,2	9,5	9,7
Filmvermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus LuL	7,5	8,1	8,6	9,0	9,3	9,5
Finanzielle Vermögenswerte	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Sonst. Forderungen und Vermögenswerte	3,3	3,6	3,8	4,0	4,1	4,2
Liquide Mittel	31,8	35,6	38,4	41,7	45,2	48,8
Zur Veräuß. vorgeseh. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>85,1</b>	<b>92,0</b>	<b>97,8</b>	<b>104,1</b>	<b>110,1</b>	<b>115,9</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>27,2</b>	<b>32,6</b>	<b>37,4</b>	<b>42,7</b>	<b>48,3</b>	<b>54,0</b>
Gezeichnetes Kapital	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4
Rücklagen	9,8	11,7	14,2	16,9	19,7	27,0
Sonstiges Eigenkapital	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Minderheitenanteile	4,8	8,3	10,7	13,3	16,0	14,4
Eigene Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>
Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Finanzielle Verbindlichkeiten	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Sonstige Verbindlichkeiten	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>50,4</b>	<b>51,9</b>	<b>52,9</b>	<b>53,9</b>	<b>54,3</b>	<b>54,4</b>
Verbindlichkeiten aus LuL	9,4	8,8	8,6	8,7	9,0	9,2
Sonstige Rückstellungen	5,9	6,0	6,1	6,2	6,2	6,2
Finanzielle Verbindlichkeiten	3,7	3,5	3,3	3,1	2,9	2,9
Sonstige Verbindlichkeiten	31,3	33,6	34,9	35,9	36,2	36,1
Schuld. a. zur Veräuß. gehalt. Veräußerungsgruppen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>85,1</b>	<b>92,0</b>	<b>97,8</b>	<b>104,1</b>	<b>110,1</b>	<b>115,9</b>

Geschäftsjahresende per 31.12.

Quelle: DEAG Entertainment und DZ BANK  
Schätzung

## DAS UNTERNEHMEN IN ZAHLEN

Mio. Euro	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>						
Umsatzerlöse	125,8	135,0	143,1	150,3	154,8	157,9
Herstellungskosten	-94,5	-101,1	-106,9	-112,3	-115,7	-118,0
Bruttoergebnis	31,3	33,9	36,2	38,0	39,0	39,8
Vertriebskosten	-13,2	-14,0	-14,7	-15,3	-15,6	-15,9
Verwaltungskosten	-11,4	-12,2	-12,7	-13,2	-13,5	-13,7
F&E-Aufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonst. betr. Erträge/Aufwendungen	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9
Betriebsergebnis (EBIT)	8,2	9,3	10,4	11,2	11,8	12,0
Finanzergebnis	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2	-1,2
Ergebnis vor Steuern	6,9	8,0	9,1	10,0	10,6	10,9
Ertragsteuern (fortgeführt)	-2,5	-2,6	-3,0	-3,3	-3,5	-3,6
Ergebnis nach Ertragsteuern (fortgeführt)	4,4	5,4	6,1	6,7	7,1	7,3
Ergebnis nach Ertragsteuern (nicht fortgeführt)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Ertragsteuern	4,4	5,4	6,1	6,7	7,1	7,3
Ergebnisanteile der Minderheiten	-3,0	-3,5	-3,7	-4,0	-4,2	0,0
Ergebnis nach Anteilen Dritter	1,3	1,9	2,4	2,7	2,9	7,3
<b>Bilanz</b>						
Langfristige Vermögenswerte	34,2	36,0	37,8	39,8	41,6	43,4
davon Goodwill	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7
Kurzfristige Vermögenswerte	50,9	56,0	60,0	64,3	68,5	72,5
davon liquide Mittel	31,8	35,6	38,4	41,7	45,2	48,8
Eigenkapital	27,2	32,6	37,4	42,7	48,3	54,0
Langfristige Verbindlichkeiten	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
Kurzfristige Verbindlichkeiten	50,4	51,9	52,9	53,9	54,3	54,4
Bilanzsumme	85,1	92,0	97,8	104,1	110,1	115,9
<b>Kapitalflussrechnung</b>						
CF betrieblich fortgeführt	0,0	8,2	8,7	9,4	9,7	9,8
CF betrieblich nicht fortgeführt	0,0					
CF Investitionen fortgeführt	0,0	-2,8	-3,0	-3,2	-3,2	-3,3
CF Investitionen nicht fortgeführt	0,0					
Free CF fortgeführt	0,0	5,4	5,7	6,2	6,5	6,5
Free CF nicht fortgeführt	0,0					
CF Finanzierung fortgeführt	0,0	-1,6	-2,9	-3,0	-3,0	-2,9
CF Finanzierung nicht fortgeführt	0,0					
Veränderung der liquiden Mittel	0,0	3,8	2,8	3,3	3,5	3,6
Geschäftsjahresende per 31.12.						

Quelle: DEAG Entertainment und DZ BANK  
Schätzung

**RESEARCH-TEAM MEDIEN**

Christoph Bast		+49 – (0)69 – 74 47 – 36 33	christoph.bast@dzbank.de
Harald Heider		+49 – (0)69 – 74 47 – 60 93	harald.heider@dzbank.de
Arne Rautenberg		+49 – (0)69 – 74 47 – 62 82	arne.rautenberg@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 geocvert 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](http://www.dzbank.de)

**DISCLAIMER**

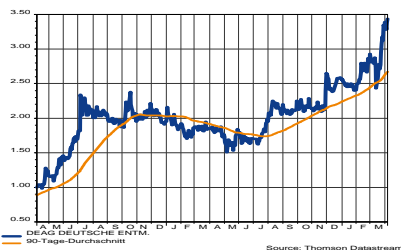
1. a) Dieses Dokument wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland ("DZ BANK") erstellt und von der DZ BANK für die Verteilung in Deutschland und solchen Orten, die nachstehend genannt sind, genehmigt. Die Analysten, die dieses Dokument verfasst haben,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

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

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 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. 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 1 d) 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	8.7.2009	2,40 EUR
Halten	2.12.2008	0,74 EUR
Kaufen	27.5.2008	2,92 EUR

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