



Aktienanalyse in der DZ BANK

Frankfurt am Main, Oktober 2025

Thorsten Wenzel, CFA

Gruppenleiter Aktienresearch

DZ BANK
Die Initiativbank

Die Pflichtangaben für Research-Publikationen (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie weitere aufsichtsrechtliche Hinweise, insbesondere zu Methoden und Verfahren, zur Conflicts of Interest Policy des DZ BANK Research sowie zu Statistiken über Anlageempfehlungen können kostenfrei unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden.

Wichtig: Die Erläuterungen zu möglichen Interessenkonflikten finden Sie im Abschnitt „Definitionen der Interessenkonflikte“.

Bitte lesen Sie den Abschnitt „Definitionen der Interessenkonflikte“ sowie den Abschnitt „Rechtliche Hinweise“ am Ende dieses Dokumentes.

Seite 2

Agenda



1. Überblick über das Aktienresearch der DZ BANK
2. Methodik/Vorgehensweise Aktienanalyse
3. Praxisbeispiel: Rückversicherer
4. Munich Re

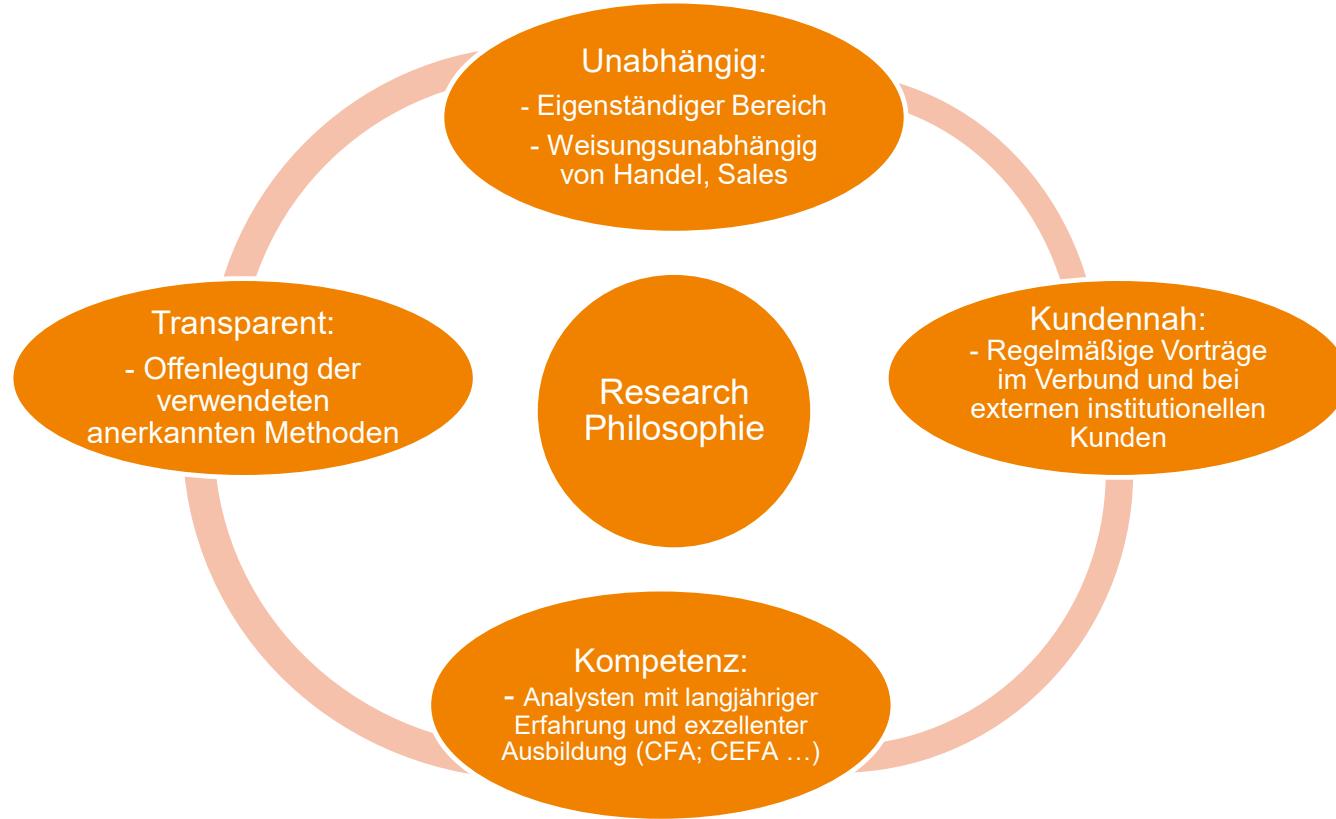
Die Pflichtangaben für Research-Publikationen (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie weitere aufsichtsrechtliche Hinweise, insbesondere zu Methoden und Verfahren, zur Conflicts of Interest Policy des DZ BANK Research sowie zu Statistiken über Anlageempfehlungen können kostenfrei unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden.

^{1)–12)} Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

1. Überblick Aktienresearch DZ BANK



DZ BANK Research - Philosophie



Coverage

➤ Deutsche und internationale Aktien

- Alle 40 Unternehmen aus dem DAX und fast alle Unternehmen aus dem MDAX und dem EST50
- Internationale Large Caps => Alleinstellungmerkmal!
- Kontinuität
- Atmendes Universum (Asien, Gaming, Streaming, Cyber Security, Erneuerbare Energien)

Publikationen

➤ Daily: Ersteinschätzung zu tagesaktuellen Ereignissen

➤ Flash: Geschäftszahlen, Unternehmens- und Branchenereignisse, Änderung der Einschätzung (AU, FV) etc.

➤ Unternehmens- und Branchenstudien, Aktienideen Global

➤ Auf den Punkt (monatlich): Trends und passende Aktien

Zielgruppen-
spezifisch

- Verständliche Anlageurteile (Kaufen, Halten, Verkaufen) auf absoluter - nicht relativer - Basis
- Klare Aussagen
- Hohe Aktualität: Schnelle Reaktion auf relevante Ereignisse
- Verständliche Argumentation

Ansatz
(Aktienanalyse)

- Fundamentale Analyse und Unternehmensbewertung
- Bottom Up Ansatz
- Grundlage für fundierte Anlageentscheidungen schaffen
- Differenzen zwischen aktuellem Aktienkurs und Fair Value identifizieren

2. Aktienanalyse – Methodik/Vorgehensweise

Methodik:

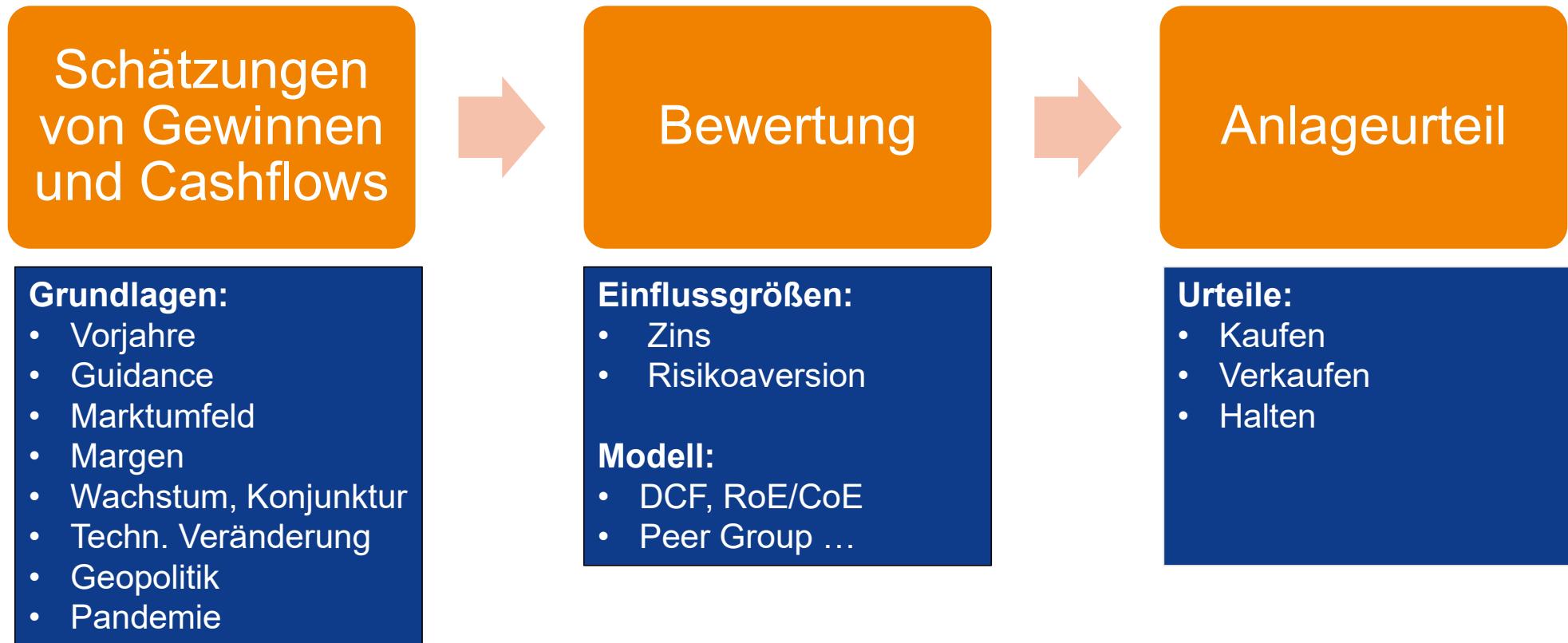
Aktienanalyse beschäftigt sich mit zwei „Markt-Typen“



- Suche nach Unternehmen mit nachhaltigem Wettbewerbsvorteil (z.B. hohes Wachstum, überdurchschnittliche Renditen etc.)
- Suche nach Unternehmen, deren Aktienkurs z.B. den identifizierten Wettbewerbsvorteil nicht adäquat reflektiert
- Suche nach (systematischen) Fehlbewertungen

Methodik:

Anlageurteil Prozess



Methodik:

Informationsquellen und Informationsverarbeitung

Informationsquellen

- Unternehmenskommunikation: Vorstand, IR-Team
- Analysten- und Investorenkonferenzen
- Geschäftsberichte & Präsentationen
- (vergleichbare) Wettbewerber
- Branchen-Verbände, -Berichte
- Rating-Agenturen
- Kunden mit Unternehmenskontakten
- Informationssysteme (Bloomberg, Reuters/Refinitiv)
- Studien öffentlicher Stellen, Think Tanks, etc.
- Newsletter, Blogs, etc.



Methodik:

Wie bewerten wir Unternehmen?

Absolute Bewertungsverfahren

- **Discounted Cash Flow (DCF)**: Hohe Bedeutung des finalen Wertes
- **Residualeinkommensmethode: ROE/COE**, hohe Bedeutung des Buchwerts



Innerer Wert

Ergebnis

Fair Value, Anlageurteil

Relative Bewertungsverfahren

- **Peer-Group-Analyse – Kennzahlen** (hoher Einfluss aktueller Marktwerte)
- **Peer-Group – Regression** (Berücksichtigung von relativen Verhältnissen bei der Bewertung; z. B. K/BW zu ROE)
- **Historische Kennzahlen** (Fokus auf die Vergangenheit)
- **Sonstige Kennzahlen** (z. B. Übernahmen von Wettbewerbern)



Bepreisung

Methodik:

DCF-Modell: Vorteile und Herausforderungen

Vorteile	Herausforderungen																																
<ul style="list-style-type: none"> ➤ DCF-Verfahren entspricht anerkannten Standards ➤ Weit verbreitet bei internationalen, insbesondere angelsächsischen Investoren ➤ Eliminierung von Einflüssen durch Bilanzpolitik ➤ Relativierung von zyklischen Effekten ➤ Bessere Vergleichbarkeit mit anderen Unternehmen ➤ Robuste, fundamentale Bewertung <p>Cash Flow \$100 \$100 \$100 \$100 \$100 \$300*</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>$\frac{1}{(1+r)^1}$</th> <th>$\frac{1}{1.10}$</th> <th>$\frac{1}{1.10^2}$</th> <th>$\frac{1}{1.10^3}$</th> <th>$\frac{1}{1.10^4}$</th> <th>$\frac{1}{1.10^5}$</th> <th>$\frac{1}{1.10^6}$</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>↓</td> <td>↓</td> <td>↓</td> <td>↓</td> <td>↓</td> <td>↓</td> <td>↓</td> <td>↓</td> </tr> <tr> <td>DCF</td> <td>\$91</td> <td>\$83</td> <td>\$75</td> <td>\$68</td> <td>\$62</td> <td>\$186</td> <td></td> </tr> <tr> <td></td> <td>2018</td> <td>2019</td> <td>2020</td> <td>2021</td> <td>2022</td> <td>Terminal value</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>DCF Value = \$565 million</p> <p>* Value of FCF beyond 2022</p>		$\frac{1}{(1+r)^1}$	$\frac{1}{1.10}$	$\frac{1}{1.10^2}$	$\frac{1}{1.10^3}$	$\frac{1}{1.10^4}$	$\frac{1}{1.10^5}$	$\frac{1}{1.10^6}$	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	DCF	\$91	\$83	\$75	\$68	\$62	\$186			2018	2019	2020	2021	2022	Terminal value		<p>Zähler:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Große Unsicherheit bzgl. der Schätzung der langfristigen FCFs ➤ Uneinheitliche Definitionen von Cash-Flow ➤ Hohe Bedeutung des Terminal Value (Growth Rate) <p>Nenner:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Diskontierung: Wie hoch sind die Kapitalkosten? ➤ Wie hoch ist der risikofreie Zins? ➤ Welche Risikoprämie ist angemessen? ➤ Beta-Faktor und FK-Kosten <p>Markt:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Wert aus Holdings wird nicht richtig berücksichtigt ➤ Abkopplung von Marktbewegungen
	$\frac{1}{(1+r)^1}$	$\frac{1}{1.10}$	$\frac{1}{1.10^2}$	$\frac{1}{1.10^3}$	$\frac{1}{1.10^4}$	$\frac{1}{1.10^5}$	$\frac{1}{1.10^6}$																										
↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓																										
DCF	\$91	\$83	\$75	\$68	\$62	\$186																											
	2018	2019	2020	2021	2022	Terminal value																											

Methodik:

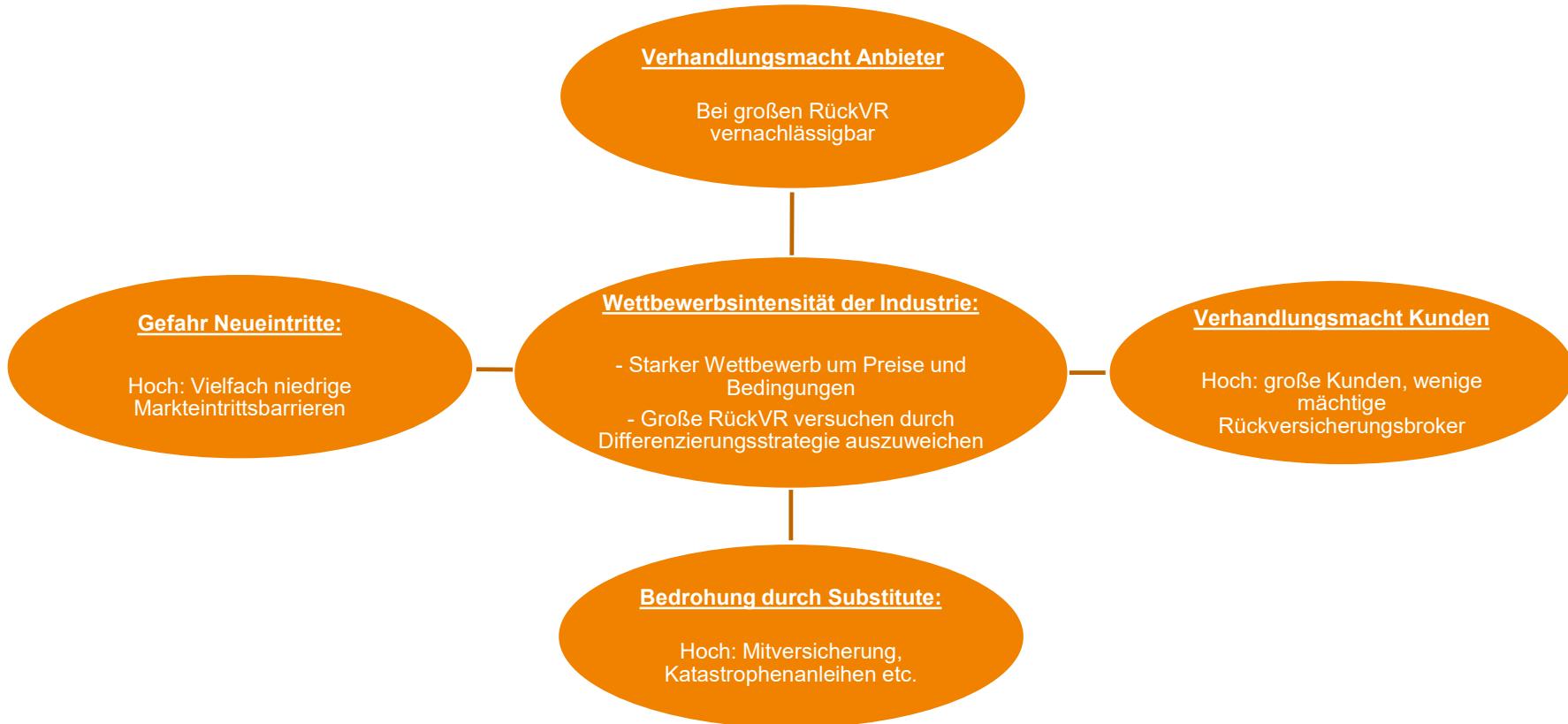
Berücksichtigung von Wettbewerbsumfeld, weichen Faktoren ...

Wettbewerbsumfeld	Weiche Faktoren
<ul style="list-style-type: none">➤ Wettbewerbsintensität, Markteintrittsbarrieren➤ Verhandlungsmacht der Kunden und Lieferanten➤ Bedrohung durch Substitute➤ Regulatorisches Umfeld➤ Veränderungen von Kundenverhalten und gesellschaftlichen Trends	<ul style="list-style-type: none">➤ Managementqualität<ul style="list-style-type: none">• Qualifikation• Track Record• Prognosefähigkeit• Vertrauen➤ Dividendenpolitik und Aktienrückkaufprogramme➤ Informationspolitik und Investor Relations-Arbeit➤ Erwarteter Newsflow

Methodik:



Wettbewerbsumfeld: Beispiel Rückversicherer



Methodik:

Fazit



- 
- Anwendung einer Vielzahl verschiedener Bewertungsverfahren
 - Berücksichtigung weicher Faktoren
 - Aktienanalyse ist eine Mischung aus Handwerk und Kunst: Marktkenntnis von erfahrenen und unabhängigen Analysten erforderlich

3. Praxisbeispiel: Rückversicherer

Profitabel trotz Katastrophen, Inflation ...

Rückversicherer



Wozu braucht man Rückversicherer?

- Kunden sind Erstversicherer, die einen Teil ihrer Risiken aus Kfz-Vers., Wohngebäudeversicherung, Industriever sicherung einerseits und Lebens- und Krankenversicherung andererseits übertragen.
- Proportionale Rückversicherung dient primär der Reduzierung des Kapitalbedarfs, mit nicht-proportionaler Rückversicherung werden Spitzenrisiken abgegeben.
- Rückversicherer sind daher bei Katastrophenschäden in der Regel stärker exponiert als Erstversicherer.
- Rückversicherung kann für Erstversicherer auch dem Know How-Transfer dienen.
- Globales Geschäft, welches auch der weltweiten Diversifikation von Katastrophenrisiken dient.
- Verträge in der Schaden-Rückversicherung haben i. d. R. eine Laufzeit von 1 Jahr, werden also jährlich neu verhandelt.

Rückversicherer



Bei jeder Krise dabei

- **Rückversicherung:** Komplexer und spannender Sektor. Direkt betroffen von den großen Themen Klimawandel, Pandemie, Ukraine Krieg, Inflation.
- **Klimawandel:** Es wird erwartet, dass der Klimawandel zu mehr Naturkatastrophen führt. Rückversicherer tragen einen erheblichen Anteil an *versicherten* Schäden durch Naturkatastrophen.
- **Corona-Pandemie:** Rückversicherer nehmen Erstversicherern insbesondere in den USA große Teile des Mortalitätsrisikos ab. Schadenversicherung durch Lockdowns betroffen.
- **Ukraine-Krieg:** In der Regel sind Kriegsrisiken aufgrund der damit verbundenen Kumulgefahr ausgeschlossen. Im Specialty Business werden aber in eingeschränktem Umfang auch Risiken durch Politische Unruhen und Krieg versichert. Darüber hinaus können die verhängten Sanktionen zu *versicherten* Schäden führen.
- **Inflation:** Höhere Schadenkosten durch allgemeinen Preisanstieg aber auch durch „Social Inflation“

Rückversicherer



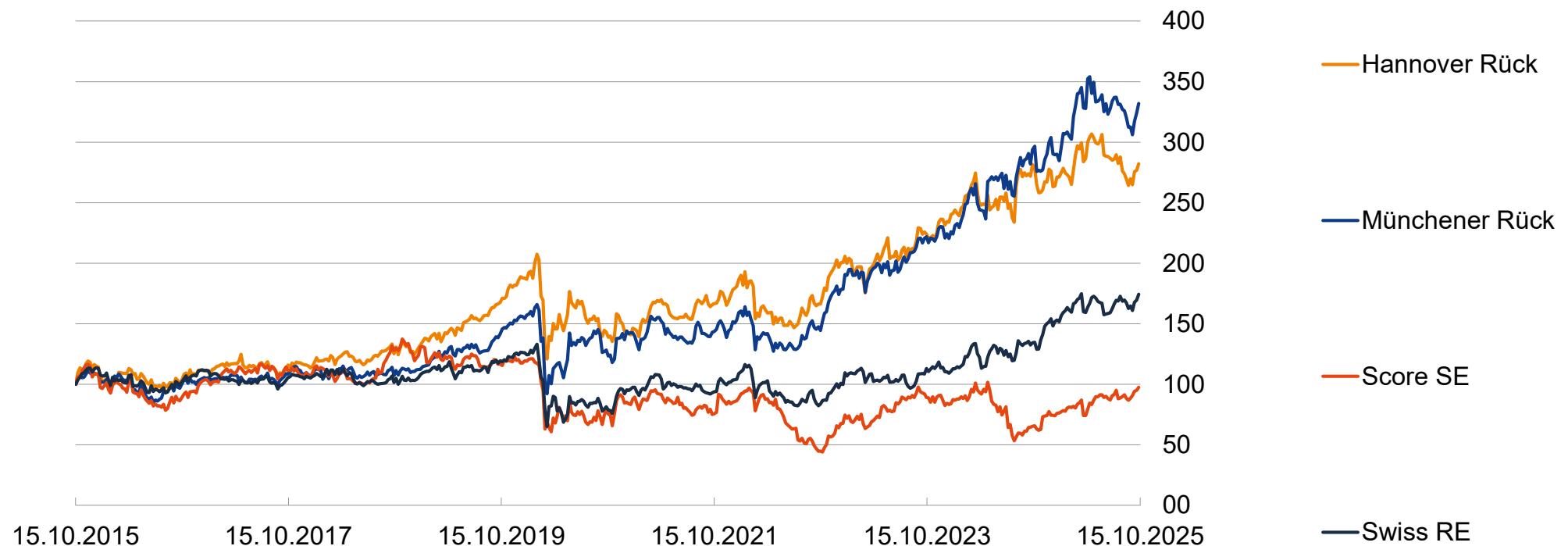
Zwei deutsche Rückversicherer unter den Top 3

Non- IFRS 17 Rank	IFRS 17 Rank	Company Name	Life & Non-Life		Total Shareholders Funds ²	Combined Ratio ³
			Reinsurance Premiums (GPW)	Reinsurance Revenue (Gross)		
1	1	Swiss Re Ltd.		36,181	23,240	89.9%
2	2	Munich Reinsurance Company		32,555	34,112	77.3%
3	3	Hannover Rück SE		27,480	13,218	86.6%
1		Berkshire Hathaway Inc.	26,906		651,655	82.9%
2		Lloyd's ^{4,5}	23,537		58,879	87.7%
	4	SCOR S.E.		16,799	4,713	86.6%
3		Reinsurance Group of America Inc.	15,573		10,906	N/A
4		Everest Group, Ltd.	12,941		13,875	89.6%
5		RenaissanceRe Holdings Ltd.	11,733		10,574	83.9%
6		Arch Capital Group Ltd.	11,112		20,820	83.3%
7		PartnerRe Ltd.	9,345		9,404	85.9%
8		MS&AD Insurance Group Holdings, Inc. ^{6, 7, 10}	6,836		15,688	99.4%
5		China Reinsurance (Group) Corporation		5,864	15,438	89.5%
9		General Insurance Corporation of India ⁸	4,905		10,381	107.1%
10		MAPFRE RE, Compañía de Reaseguros S.A. ⁹	4,454		2,544	94.6%
11		Odyssey Group Holdings, Inc.	3,815		6,395	84.5%
6		Assicurazioni Generali SpA		3,639	34,476	106.2%
12		R+V Versicherung AG ⁹	3,549		2,497	95.5%

Rückversicherer



Performance (Kurs) 10 Jahre (Startzeitpunkt = 100)

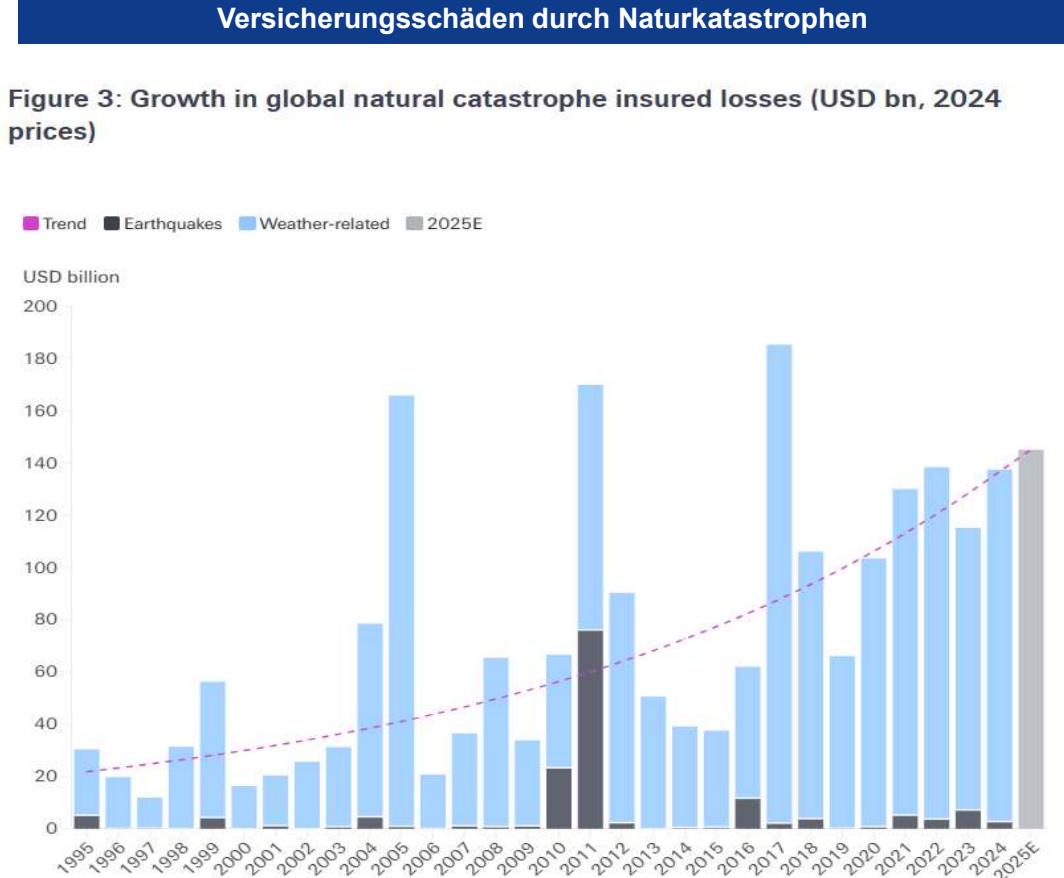


Rückversicherer



Schaden-Rückversicherung: Katastrophen ohne Ende

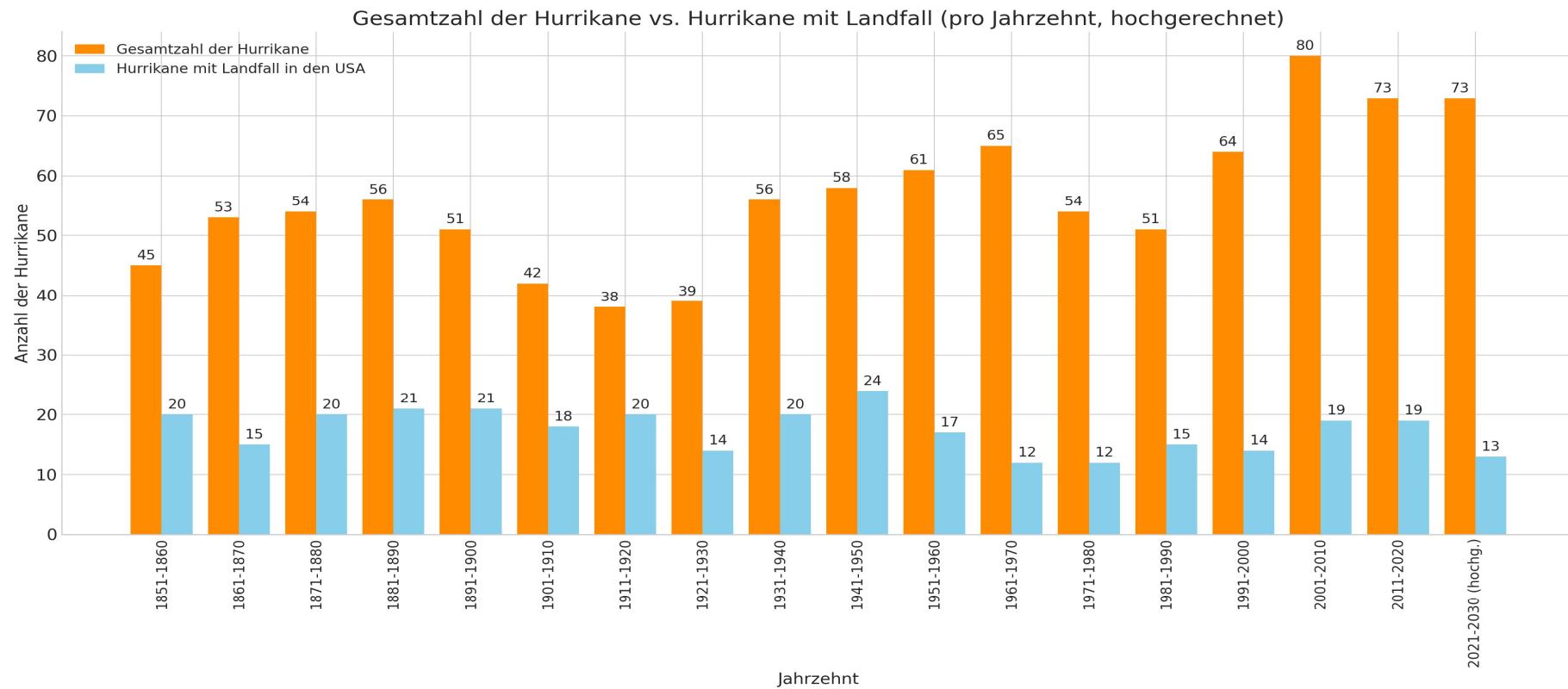
- Versicherte Katastrophenschäden mit steigendem Trend
- Mögliche Ursachen:
 - a) Wachstum
 - b) steigende Versicherungsdichte
 - c) Akkumulation von versicherten Werten in exponierten Regionen
 - d) Klimawandel
- 2024: Naturkatastrophen weltweit verursachten Schäden von rund 320 Mrd. USD, die versicherten Schäden lagen bei ca. 140 Mrd. USD.



Rückversicherer



Anzahl Hurrikane und Hurrikane mit Landfall USA seit 1851



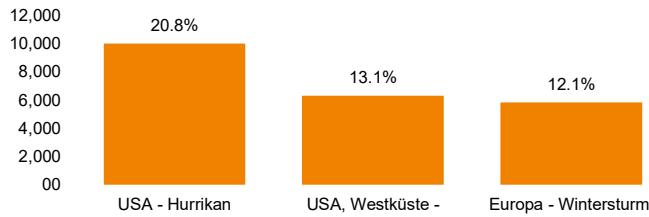
➤ Ansteigender Trend bei der Anzahl der entstandenen Hurrikane. 2021 bis 2030 hochgerechnet

Rückversicherer

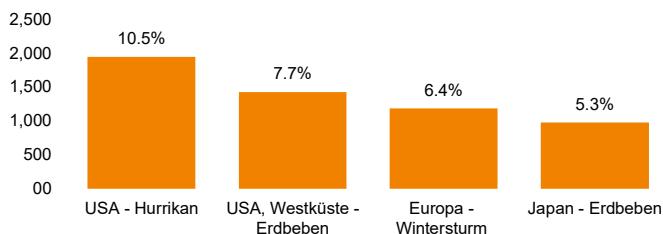
Exponierung Katastrophenschäden



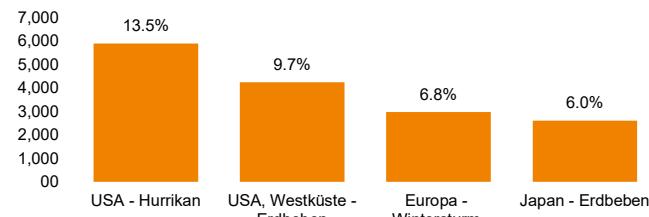
Auswirkung 200-Jahre-Schaden und prozentualer Anteil an
Own Funds Munich Re



Auswirkung 250-Jahre-Schaden und prozentualer Anteil an
Own Funds Hannover Re



Auswirkung 200-Jahre-Schaden und prozentualer Anteil an
Own Funds Swiss Re



➤ Munich Re ist bei den drei Peak-Risiken

- Hurrikan USA,
- Erdbeben Westküste USA und
- Wintersturm Europa

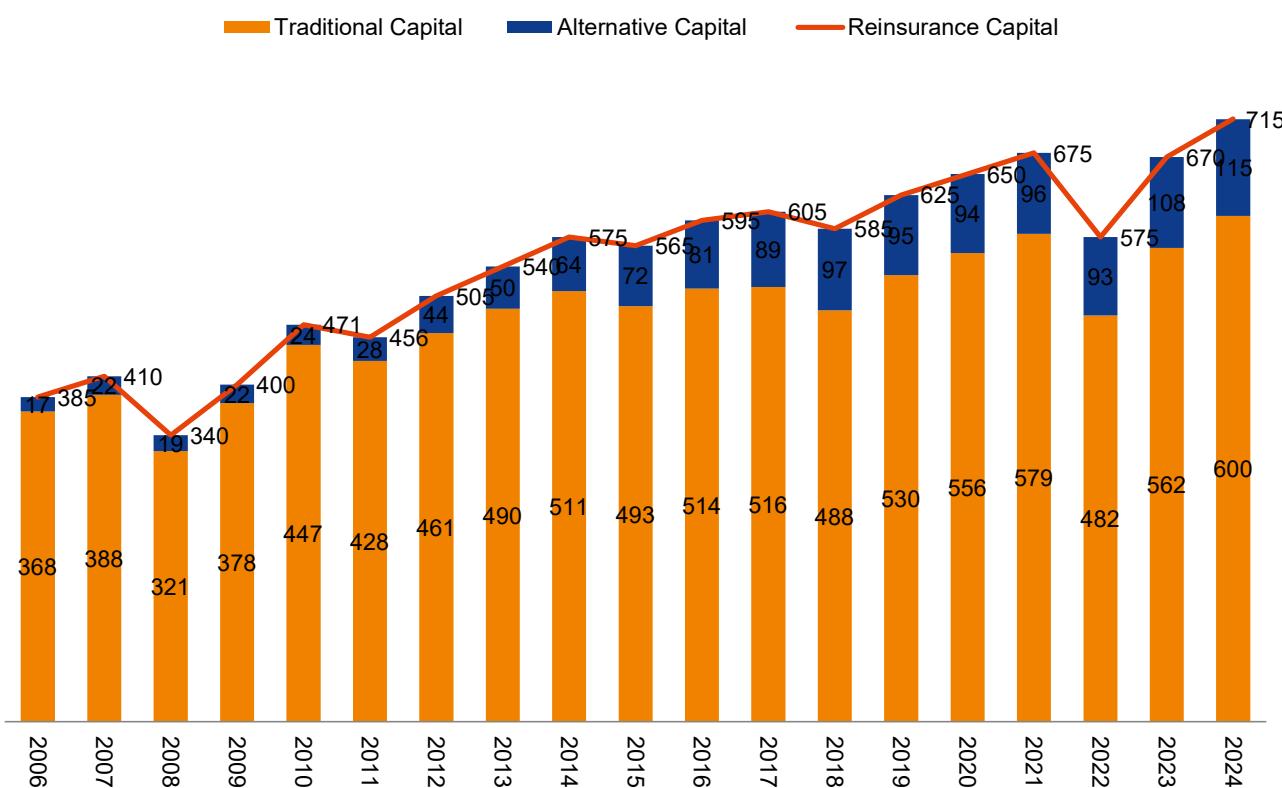
absolut und relativ zu den Own Funds am stärksten exponiert.

➤ Hannover Rück ist in Bezug auf die großen Katastrophenschadenrisiken weniger exponiert.

Rückversicherer: Kapital im Rückversicherungssektor



Kapital ist ein Proxy für Kapazität bzw. Angebot der Rückversicherer

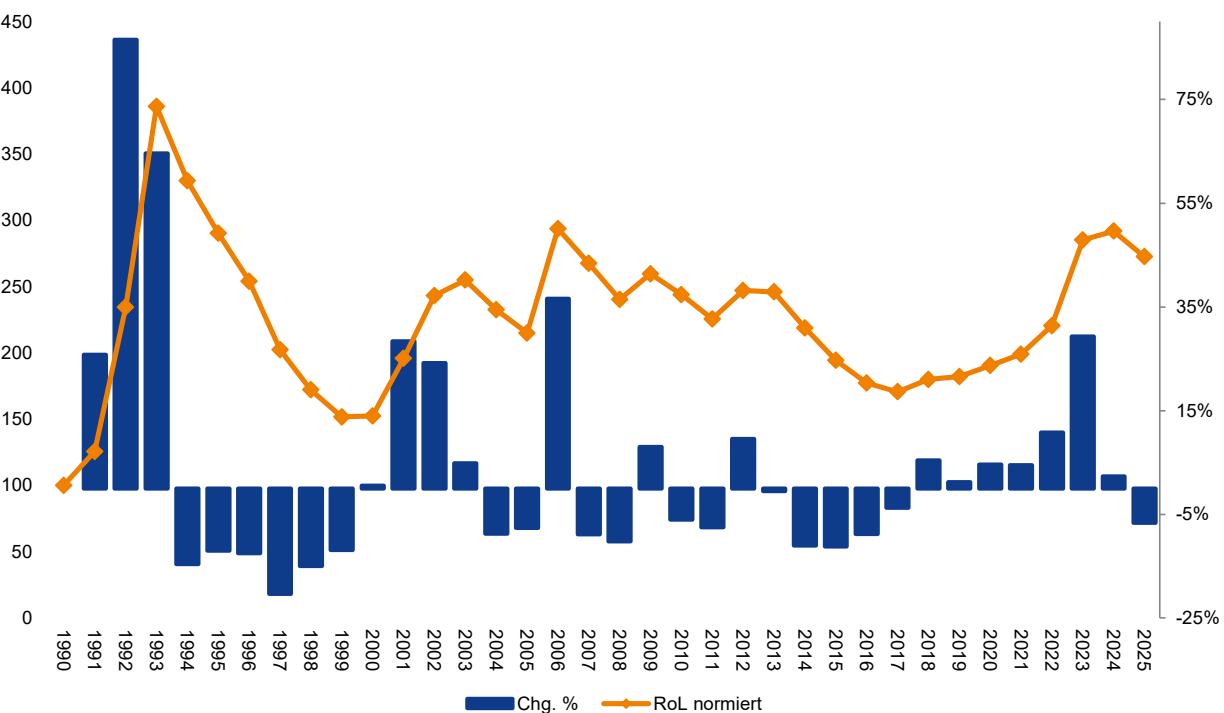


- Hohe Schadenbelastung (Hurrikan Ian) und Zinsanstieg haben 2022 das Kapital im Rückversicherungssektor geschrumpft.
- Erholung 2023 - 2025 durch gestiegene Asset Preise, thesaurierte Gewinne, leichte Zuflüsse in Katastrophenschadenanleihen und einen günstigeren Schadenverlauf.

Rückversicherer: Preisentwicklung bis Januar 2024



Guy Carpenter Global Property Catastrophe Rate-On-Line Index



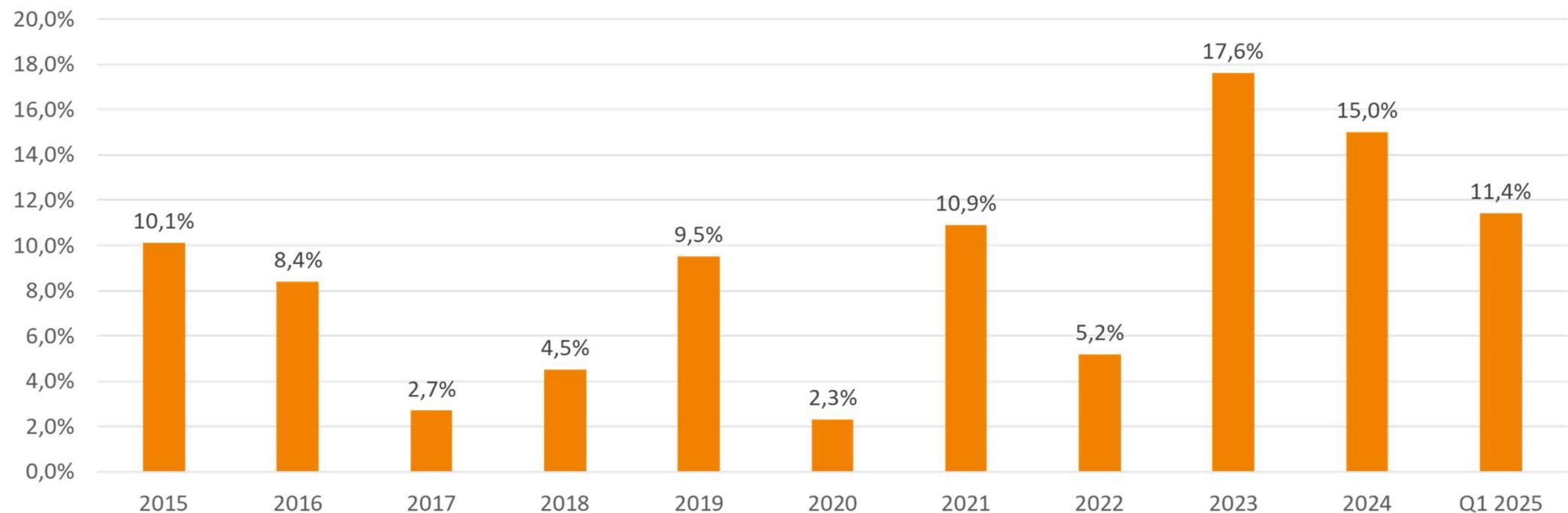
- Die Kombination von 1.) hoher Schadenbelastung, 2.) der geopolitisch schwierigen Situation und 3.) der hohen Inflation, hat 2023 zu einem Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage geführt.
- Preise für Rückversicherungsschutz stark gestiegen, Selbstbehalte angehoben.
- Trotz der teuren Hurrikane Milton und Helene spät im Jahr 2024 und insgesamt versicherten Katastrophenschäden in der globalen Versicherungswirtschaft 2024 von ca. 140 Mrd. USD moderate Ratenrückgänge im Sachkatastrophengeschäft in 2025.

Rückversicherer

Volatile Eigenkapitalrendite



Rückversicherungssektor Eigenkapitalrendite



4. Praxisbeispiel: Munich Re

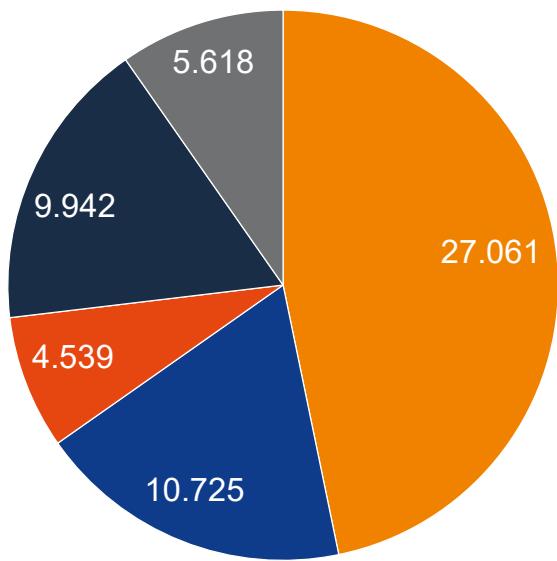
Munich Re^{10) 11)}

Kaufen

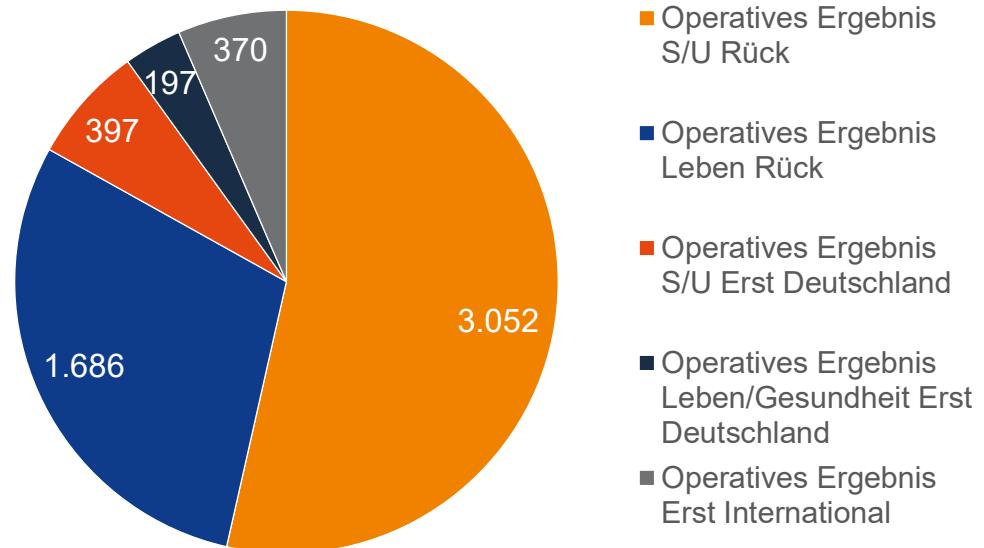
Fair Value: 640 Euro



Versicherungsumsatz nach Segmenten (Mio. Euro)



Operatives Ergebnis nach Segmenten (Mio. Euro)

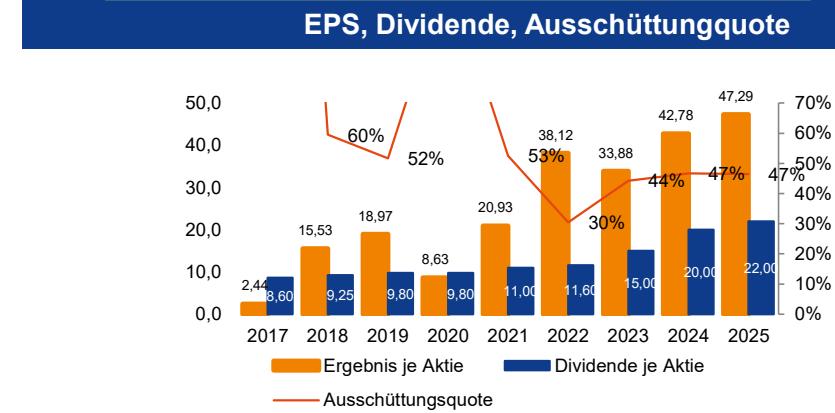
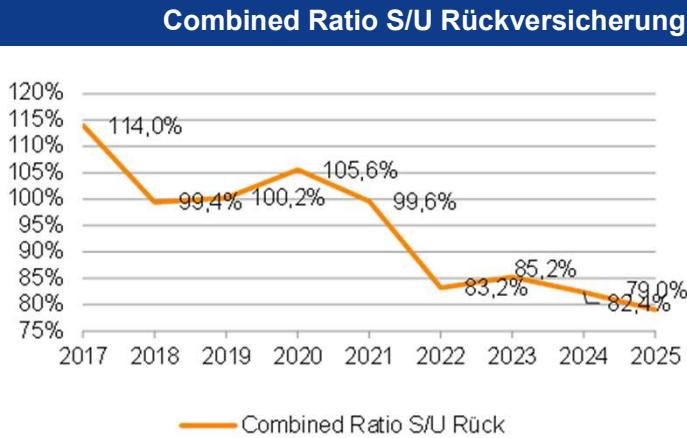


Munich Re ^{10) 11)}

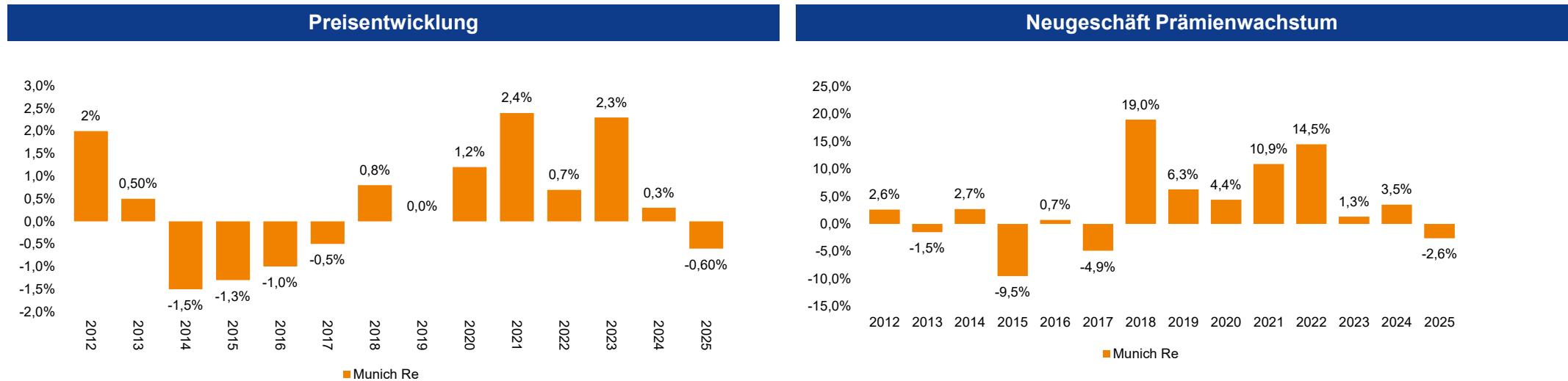


Kaufen

Fair Value: 640 Euro



Erneuerung Januar



- Rückversicherer können schnell auf verändertes Umfeld reagieren, da Verträge jährlich neu ausgehandelt werden.
- Januar 2023 Erneuerung: Kapazitätsengpässe. Anbietermarkt. Inflation überwälzbar. Deutliche Verbesserung der Portfolioqualität.
Januar 2024: Preise auf hohem Niveau stabilisiert.
Januar 2025: Preise moderat rückläufig
Juni/Juli 2025: Risikoadjustiertes Preisniveau -2,5%

Munich Re 10) 11)



GJ 2024 / Ausblick 2024: Jahresüberschuss soll bei ~6,0 Mrd. Euro liegen

Munich Re	Mio. Euro	H1 24	H1 2025	Δ%	Ziel 2025
Gesamter Umsatz		30.015	30.586	2%	62.000 (zuvor 64.000)
Operatives Ergebnis S/U Rück		2.906	2.218	-24%	
Operatives Ergebnis GSI		274	381	39%	
Operatives Ergebnis Leben Rück		1.260	1.103	-12%	
Operatives Ergebnis Erst Deutschland		370	419	13%	
Operatives Ergebnis Erst International		260	261	1%	
Operatives Ergebnis Group	5.069	4.382	-14%		
Dritter		3.715	3.178	-14%	6.000
Combined Ratio S/U Rück		71,8%	72,9%		79%
Combined Ratio GSI		90,6%	87,3%		90%
Combined Ratio S/U Erst D		86,4%	88,9%		89%
Combined Ratio International		90,6%	89,3%		90%
Solvabilitätsquote (Solvency II)			287%		

Quelle: Munich Re, DZ BANK

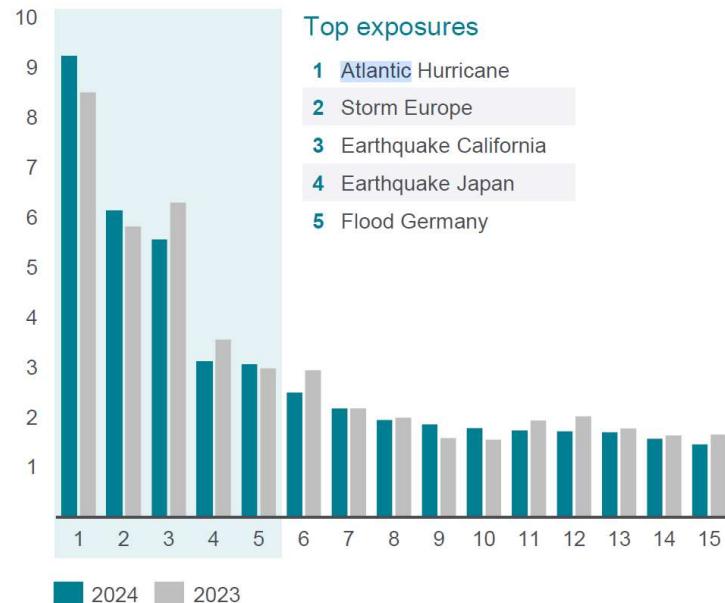
- Dividende und Aktienrückkäufe werden jeweils um 33% erhöht auf 20 Euro je Aktie bzw. 2,0 Mrd. Euro.
- Jahresüberschuss 2025 soll um 20% ggü. dem ursprünglichen Ziel für 2024 auf ~6,0 Mrd. Euro steigen.
- **Schaden-Rückversicherung** Combined Ratio von 79%. Verbesserung evtl. gestützt durch Wegfall extrem konservativer Reservierung in den Vorjahren (Bilanz als Zwischenspeicher für Gewinne).
- In einem **neuen Segment Global Specialty Insurance** (GSI), welches bislang Teil der Schaden-Rückversicherung ist und Versicherungsumsätze in der Größenordnung von 10 Mrd. Euro haben wird, rechnet Munich Re mit einer Combined Ratio von 90%.

Was kann schiefgehen? Stresstest: 200-Jahresereignisse

Erwartete Ergebnisbelastung 250-Jahresereignisse

Top scenario exposures of the Group (net of retrocession) – AggVaR¹

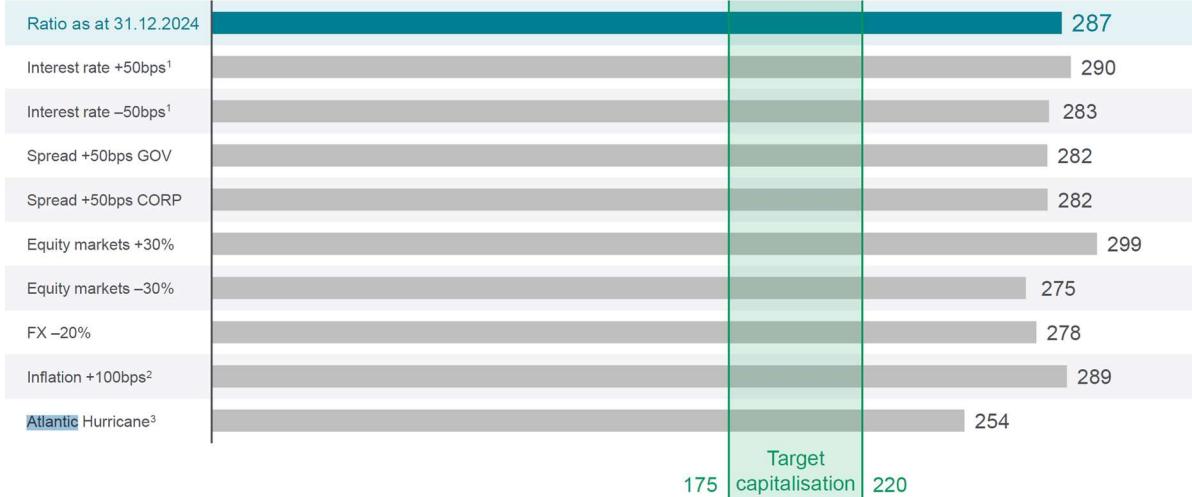
€bn



Own Funds nach 250-Jahresereignis Hurrikan

Sensitivities of Solvency II ratio

Munich RE

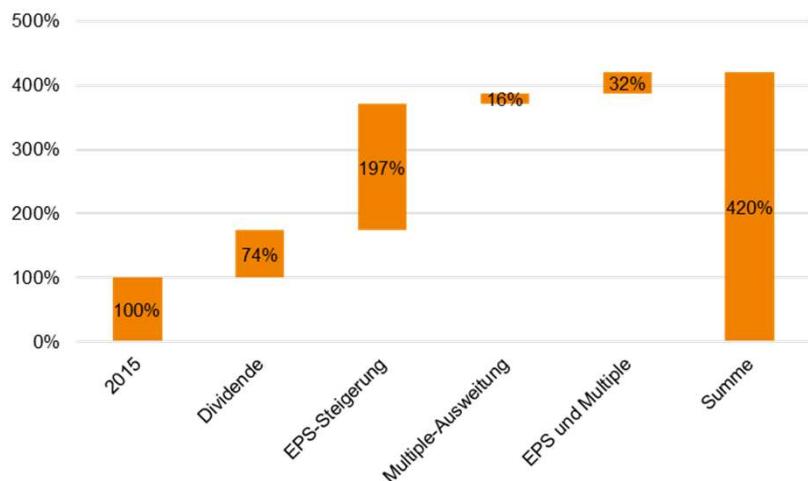


1 Parallel shift until last liquid point, extrapolation to unchanged UFR. 2 Sensitivity to changes of the CPI only, which can be hedged by the asset side.
3 Based on EOF stress in 200-year event.

Analysts' and Investors' Call 2025 26 February 2025 68

¹ Munich Re Group. Return period 200 years, pre-tax. ² Natural catastrophes, man-made accumulations

Performance Treiber 10 Jahre



- Rückversicherer gut kapitalisiert und zuverlässige Dividendenzahler
- Total Return Munich Re: 15% p. a.

	Hannover	Munich	Swiss Re	SCOR
	Rück	Re		
Dividende	58%	74%	75%	58%
EPS-Steigerung	148%	197%	54%	44%
Multiple-Ausweitung	14%	16%	16%	-36%
EPS und Multiple	20%	32%	9%	-16%
Wertzuwachs	239%	320%	154%	49%

Bewertung II: RoE/CoE

Munich Re						
	Eigenkapitalkostensatz (CoE)	8,7%				
	Wachstumsrate ewige Rente	3,5%				
Mio. EUR	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Eigenkapital ohne Ant. Dritter	32.642	36.160	39.692	43.220	46.787	50.558
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter		6.154	6.357	6.533	6.735	7.091
Eigenkapitalrentabilität nach Steuern		17,9%	16,8%	15,8%	15,0%	14,6%
Überrendite (Excess Return)			3.052	2.920	2.814	2.849
Barwert Überrendite/TV		47.091				
Fair Value		82.221				
Aktienanzahl am Jahresende (Mio. Stk.)		128,5				
Fair Value je Aktie		640				

Fragen & Antworten



Vielen Dank



Impressum

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand: Dr. Cornelius Riese (Vorstandsvorsitzender), Stefan Beismann, Souâd Benkredda, Dr. Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Johannes Koch, Michael Speth

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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

Aufsicht: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

Sicherungseinrichtungen: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main 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

Verantwortlich für den Inhalt: Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2025

Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der
DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

Definitionen der Interessenkonflikte

Die nachfolgenden **Definitionen** erläutern die nach den aufsichtsrechtlichen Bestimmungen anzugebenden potenziellen Interessenkonflikte (sogenannte ‚Hochziffern‘) der DZ BANK und / oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe in Bezug auf die in einer Finanzanalyse analysierten Emittenten und / oder Finanzinstrumente:

- 1) Die DZ BANK verfügt über eine **Netto-Long-Position** von mehr als 0,5% bezogen auf das insgesamt ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.
- 2) Die DZ BANK verfügt über eine **Netto-Short-Position** von mehr als 0,5% bezogen auf das gesamte ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.
- 3) Die DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen verfügt rechtlich oder wirtschaftlich über eine **Beteiligung von 1% oder mehr** bezogen auf die von dem Emittenten ausgegebenen Eigenkapitalinstrumente.
- 4) Der Emittent hält mehr als 5% des insgesamt ausgegebenen Aktienkapitals der DZ BANK.
- 5) Die DZ BANK, eines ihrer Gruppenunternehmen oder eine natürliche oder juristische Person, die vertraglich in die Erstellung von Anlageempfehlungen eingebunden ist, ist zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Studie als **Market Maker, Designated Sponsor und / oder Liquidity Provider** für Finanzinstrumente des Emittenten tätig.
- 6) Die DZ BANK, eines ihrer Gruppenunternehmen oder eine natürliche oder juristische Person, die vertraglich in die Erstellung von Anlageempfehlungen eingebunden ist, war in den letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Studie als **Manager oder Co-Manager eines privaten und / oder öffentlichen Angebots** für Finanzinstrumente des Emittenten tätig.
- 7) Der Emittent ist oder war in den letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Studie **Kunde** der DZ BANK für Dienstleistungen des **Investmentbanking**.
- 8) Die DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen hat in den zurückliegenden 12 Monaten von dem Emittenten eine **Vergütung** für Dienstleistungen des **Investmentbanking** erhalten.
- 9) Die DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen erwartet oder beabsichtigt, in den nächsten 3 Monaten von dem Emittenten eine **Vergütung** für Dienstleistungen des **Investmentbanking** zu erhalten oder geltend zu machen.
- 10) Der Emittent ist oder war **Kunde** der DZ BANK, eines ihrer Gruppenunternehmen oder einer natürlichen oder juristischen Person, die vertraglich in die Erstellung von Anlageempfehlungen eingebunden ist oder war, für **wertpapierbezogene Dienstleistungen**, wie sie in den Abschnitten A und B des Anhangs I zur Richtlinie 2014/65/EU genannt sind, wobei sich aus der zugrunde liegenden Vereinbarung in letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse entweder eine Verpflichtung zur Zahlung oder ein Recht zum Erhalt einer Vergütung ergab.
- 11) Der Emittent ist oder war in letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse **Kunde** der DZ BANK für **nicht-wertpapierbezogene** Dienstleistungen.
- 12) DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen hat mit dem Emittenten eine **Vereinbarung über die Erstellung von Anlageempfehlungen** über von ihm emittierte Finanzinstrumente geschlossen.

Rechtliche Hinweise

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien sowie professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der Schweiz. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist ein Dokument auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland oder in Österreich** freigegeben. Dieses Dokument wurde von der DZ BANK erstellt und von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten genehmigt.

In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an „accredited investors“, „expert investors“ und / oder „institutional investors“ weitergegeben und von diesen genutzt werden. Die Weitergabe von Dokumenten in anderen Jurisdiktionen in der Region Asien / Pazifik ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten. Dieses Dokument darf nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika** (USA) verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.

2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der DZ BANK weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK. Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.

3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden. Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können. Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden. Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren. Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.

4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Weder die DZ BANK noch ihre verbündeten Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

5. Die DZ BANK, und ihre verbündeten Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebdienstleistungen. Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbündeten Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. Die DZ BANK und ihre verbündeten Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.

6. Die Informationen und gegebenenfalls Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle 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. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und gegebenenfalls geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte 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 Emittenten oder dritter Parteien überein. Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.

7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Rechtliche Hinweise

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den IHS Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

Seitens IHS Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten.

Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

Die in Texten und Grafiken enthaltenen Preisanalysen sowie Rendite- und Spreadangaben sind bei IHS Markit regelmäßig auf den Stand zum Vorabend aktualisiert.

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainalytics

Die Einschätzung zur Nachhaltigkeit eines Emittenten (Erteilung des DZ BANK Gütesiegels für Nachhaltigkeit) basiert auf dem ESG-Modell, welches durch das DZ BANK Research entwickelt wurde. Die Nachhaltigkeitseinschätzung des ESG-Modells wird im Wesentlichen aus Daten und Informationen abgeleitet, die dem DZ BANK Research durch Sustainalytics (Powered by Sustainalytics) bereitgestellt werden. Weitere Angaben zum ESG-Modell können in dem Methodenansatz Nachhaltigkeitsresearch unter www.dzbank.de/Pflichtangaben kostenlos eingesehen werden.

Wir weisen insbesondere darauf hin, dass es sich bei dem oben genannten ESG-Berechnungsmodell zur Erteilung des DZ BANK Gütesiegel für Nachhaltigkeit um ein internes Berechnungsmodell handelt, welches keinen Anspruch auf Einhaltung der regulatorischen Vorgaben der Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor und der Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088 („EU-Taxonomie“) erhebt.

Ergänzende Information von S&P Global Market Intelligence, 2024

Die Vervielfältigung von Informationen, Daten oder Materialien, einschließlich Ratings ("Inhalte") in jeglicher Form ist nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung der jeweiligen Partei gestattet. Diese Partei, ihre verbundenen Unternehmen und Lieferanten ("Inhaltsanbieter") übernehmen keine Garantie für die Richtigkeit, Angemessenheit, Vollständigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit von Inhalten und sind, ungeachtet der jeweiligen Gründe, nicht verantwortlich für (aus Fahrlässigkeit oder anderweitig entstandene) Fehler oder Auslassungen, oder für die Ergebnisse, die durch die Verwendung dieser Inhalte erzielt werden. Keinesfalls haften die Inhaltsanbieter für Schäden, Kosten, Aufwendungen, Rechtskosten oder Verluste (einschließlich Einkommensverlusten oder entgangener Gewinne und Opportunitätskosten) im Zusammenhang mit der Verwendung der Inhalte. Der Verweis auf eine bestimmte Anlage oder ein bestimmtes Wertpapier, ein Rating oder eine Äußerung zu einer Anlage, die Teil der Inhalte ist, stellt keine Empfehlung zum Kauf, Verkauf oder Halten einer solchen Anlage oder eines solchen Wertpapiers dar, sagt nichts über die Eignung einer Anlage oder eines Wertpapiers aus und sollte nicht als Anlageberatung angesehen werden. Ratings sind Meinungsäußerungen und keine Tatsachenbehauptungen.

Ergänzende Information von STOXX Ltd. und Qontigo Index GmbH

Der DAX bzw. Euro Stoxx 50 (der „Index“) und die darin enthaltenen Daten und verwendeten Marken werden durch die STOXX Ltd. oder Qontigo Index GmbH im Rahmen einer Lizenz bereitgestellt. Die STOXX Ltd. und die Qontigo Index GmbH waren nicht an der Erstellung gemeldeter Informationen beteiligt und übernehmen keinerlei Gewährleistung und schließen jegliche Haftung (aus fahrlässigem sowie aus anderem Verhalten) – unter anderem im Hinblick auf die Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität und Eignung für einen beliebigen Zweck – für jegliche gemeldeten Informationen oder Fehler, Auslassungen oder Störungen des Index oder der darin enthaltenen Daten aus. Eine Verteilung oder weitere Verbreitung solcher der STOXX Ltd. oder Qontigo Index GmbH gehörenden Daten ist nicht gestattet.