



1

**Agenda** 

1. Überblick Aktienresearch der DZ BANK
2. Methodik/Vorgehensweise Aktienanalyse
3. Praxisbeispiele
  1. Marktstruktur
  2. Der Standardfall (ING)
  3. Der Sonderfall (Intesa SanPaolo)
  4. Der „Sentiment“-Fall (Commerzbank)
4. Bonus: Tagesverlauf bei Quartalszahlen

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](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) eingesehen und abgerufen werden.

<sup>9) - 12)</sup> Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

Seite 2

**DZ BANK**  
Die Initiativbank

2

# 1. Überblick Aktienresearch der DZ BANK

3

## DZ BANK Aktienresearch – Philosophie



4

## DZ BANK Aktienresearch – Coverage, Publikationen



Coverage

- Deutsche und internationale Aktien
  - Alle 40 Unternehmen aus dem DAX und (fast) alle Unternehmen aus dem MDAX und dem Euro STOXX 50
  - Internationale Large Caps => **Alleinstellungsmerkmal!**
  - Publikation in deutscher Sprache
  - Kontinuität
  - Atmendes Universum (z.B. Asien, Gaming, Streaming)

Publikationen

- **Daily:** Ersteinschätzung zu tagesaktuellen Ereignissen
- **Flash:** Geschäftszahlen, Unternehmens- und Branchenereignisse, Änderung der Einschätzung (AU, FV) etc.
- **Studien:** Unternehmens-/Branchenstudien, Aktienideen Global
- **Auf den Punkt** (monatlich): Präsentation von (Investment-) Themen und dazu passende Aktien => **Idee des Monats**

Seite 5

**DZ BANK**  
Die Initiativbank

5

## DZ BANK Aktienresearch – Zielgruppenorientierung & Ansatz



Zielgruppen-  
Orientierung

- 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** (Unternehmen->Branche->Volkswirtschaft) *unter Berücksichtigung wichtiger Makro-Parameter*
- Bestimmung des Kurspotenzials
- Grundlage für fundierte Anlageentscheidungen

Seite 6

**DZ BANK**  
Die Initiativbank

6

## 2. Aktienanalyse – Methodik/Vorgehensweise

7

### Methodik:

Aktienanalyse beschäftigt sich mit zwei „Markt-Typen“



- Suche nach Unternehmen mit nachhaltigem Wettbewerbsvorteil (z.B. hohes Wachstum, überdurchschnittliche Renditen etc.)

➔ **Die INNEN-Ansicht**

- Suche nach Unternehmen, deren Aktienkurs z.B. den identifizierten Wettbewerbsvorteil nicht adäquat reflektiert
- Suche nach (systematischen) Fehlbewertungen

➔ **Die AUSSEN-Ansicht**

8

## Methodik:



### Informationsquellen und Informationsverarbeitung

Informationsquellen	Informationsverarbeitung
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Unternehmenskommunikation: Vorstand, IR-Team</li> <li>➤ Analysten- und Investorenkonferenzen</li> <li>➤ Geschäftsberichte &amp; Präsentationen</li> <li>➤ (vergleichbare) Wettbewerber</li> <li>➤ Branchen-Verbände, -Berichte</li> <li>➤ Rating-Agenturen</li> <li>➤ Kunden mit Unternehmenskontakten</li> <li>➤ Informationssysteme (Bloomberg, Reuters/Refinitiv)</li> <li>➤ Studien öffentlicher Stellen, Think Tanks, etc.</li> <li>➤ Newsletter, Blogs, etc.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <b>Analyst:</b> Die fundierte Meinung des Analysten ist ein entscheidender Teil der Einschätzung und der resultierenden Anlageempfehlung</li> <li>➤ <b>DZ BANK Modell:</b> Schätzung von GuV, Bilanz, Cashflow</li> <li>➤ <b>Bewertung:</b> Anhand der getroffenen Annahmen</li> </ul>

Seite 9

9

## Methodik:



### Wie bewerten wir Unternehmen?

Absolute Bewertungsverfahren	Relative Bewertungsverfahren
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <b>Discounted Cash Flow (DCF):</b> Hohe Bedeutung zukünftiger Werte (Terminal Value)</li> <li>➤ <b>Residualeinkommensmethode: RoE/CoE,</b> hohe Bedeutung des Buchwerts</li> <li>➤ <b>Sum-of-the-Parts-Bewertung</b> bei sehr heterogenen Geschäftsbereichen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <b>Peer-Group-Analyse – Kennzahlen</b> (hoher Einfluss aktueller Marktwerte)</li> <li>➤ <b>Peer-Group – Regression</b> (Berücksichtigung von relativen Verhältnissen bei der Bewertung; z. B. K/BW zu RoE)</li> <li>➤ <b>Historische Kennzahlen</b> (Fokus auf die Vergangenheit)</li> <li>➤ <b>Sonstige Kennzahlen</b> (z. B. Übernahmen von Wettbewerbern)</li> </ul>
<p><b>Innerer Wert</b></p>	<p><b>Bepreisung</b></p>
<p><b>Ergebnis</b></p>	<p><b>Fair Value, Anlageurteil</b></p>

Seite 10

10

**Methodik:**

## Warum kein DCF-Modell bei Banken?

- **Definition eines Cashflows** bei Banken unscharf (operativ/investiv/finanziell)
- Berücksichtigung von **Zinsen** als operative Kernaktivität (daher EBIT(DA) nicht geeignet)
- andere Bedeutung von Investitionsausgaben
- andere Bedeutung von Umlaufvermögen
- Berücksichtigung der **Eigenkapitalquote als limitierender Faktor** bei Ausschüttungen



- **Dividende & Buchwert** (des Eigenkapitals) im Fokus



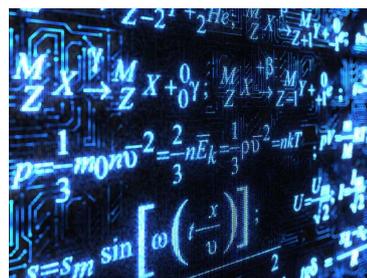
Seite 11

11

**Methodik:**

## RoE-/CoE-Modell

- **Formel:** 
$$\text{Fairer Wert} \approx \frac{\text{RoE} - \text{Gewinnwachstum}}{\text{Kapitalkosten} - \text{Gewinnwachstum}} * \text{Buchwert}$$
- **Theoretischer Hintergrund:** Ableitung aus Gordon-Dividenden-Modell
- **4 Determinanten:**
  1. Profitabilität (RoE)
  2. (konstantes) Gewinnwachstum
  3. Kapitalkosten
  4. Buchwert



Seite 12

12

**Methodik:**

## RoE-/CoE-Modell: Vorteile und Herausforderungen

Vorteile	Herausforderungen
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Einfache Handhabung</li> <li>➤ Klare ökonomische Aussagen und Zusammenhänge</li> <li>➤ Ausrichtung auf Aktionäre mit Profitabilität und Rentabilitätsanforderungen seitens der Anleger</li> <li>➤ Buchwerts im Vergleich zu Gewinngrößen wie EPS relativ stabil</li> <li>➤ Modell funktioniert auch im Falle von Verlusten</li> <li>➤ Implizite Berücksichtigung der Alternativen eines Investors durch dessen Renditeanforderungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Hohe Sensitivität gegenüber Parameter-Annahmen</li> <li>➤ Geringfügigere Bedeutung der Schätzungen</li> <li>➤ Modell eignet sich nicht für alle Konstellationen (z.B. bei höherem Dividendenwachstum als Kapitalkostensatz)</li> <li>➤ Annahmen sind teilweise kritisch zu werten (konstantes Dividendenwachstum)</li> <li>➤ Beeinflussung durch die Wahl der Rechnungslegungsregel</li> <li>➤ Verschiedene Ergebnisse bei verschiedenen (Unternehmens-)Größen</li> </ul>

Seite 13

13

**Methodik:**

## Berücksichtigung weiterer Aspekte

Harte Faktoren	Weiche Faktoren
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Wettbewerbsintensität (Overbanked?)</li> <li>➤ Kreditqualität</li> <li>➤ Eigenkapitalausstattung</li> <li>➤ Regulatorisches Umfeld</li> <li>➤ Geschäftsmodell / Ausrichtung der Bank</li> <li>➤ Managementqualität <ul style="list-style-type: none"> <li>• Qualifikation</li> <li>• Track Record</li> <li>• Prognosefähigkeit</li> <li>• Vertrauen / Glaubwürdigkeit</li> </ul> </li> <li>➤ Dividendenpolitik und Aktienrückkaufprogramme</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Informationspolitik und Investor Relations-Arbeit</li> <li>➤ Erwartete Nachrichtenlage</li> <li>➤ (Organisatorische) Komplexität</li> <li>➤ Veränderungen von Kundenverhalten und gesellschaftlichen Trends</li> </ul>

Seite 14

14

## Methodik:

### Fazit



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

Seite 15

 **DZ BANK**  
Die Initiativbank

15

## 3. Praxisbeispiele

### Marktstruktur, Standardfall und Besonderheiten

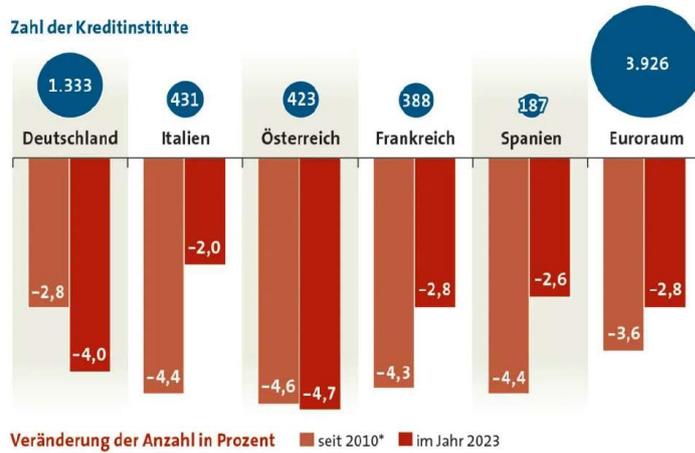
 **DZ BANK**  
Die Initiativbank

16

## 1. Beispiel: Marktstruktur (I)



Anzahl Kreditinstitute in ausgewählten Ländern der Eurozone



© Börsen-Zeitung, Grafik: ben

\*im Durchschnitt pro Jahr

Quelle: EZB

Seite 17

**DZ BANK**  
Die Initiativbank

17

## 1. Beispiel: Marktstruktur (II)



Auswirkungen der unterschiedlichen Marktstrukturen

- Deutschland verfügt über deutlich mehr Banken als andere europäische Länder
- Zusammen mit einer Vielzahl ausländischer Institute zählt Deutschland zu den wettbewerbsintensivsten Märkten der Eurozone
- Dies führt zu einer massiven Beeinträchtigung der operativen Margen
  - Kontoführungsgebühren
  - Kreditmargen
- Trotz des konjunkturellen Schwergewichts von Deutschland innerhalb der Eurozone werden Aktien deutscher Banken mit einem deutlichen Bewertungsabschlag gegenüber anderen europäischen Banken gehandelt.
- Hinzu kommen noch weitere „hausgemachte“ Probleme (spezifische Geschäftsmodelle, zahlreiche Restrukturierungen der großen Privatbanken)

Seite 18

**DZ BANK**  
Die Initiativbank

18

## 1. Beispiel: Marktstruktur (III)



Deutsche Banken werden mit deutlichem Bewertungsabschlag gehandelt



Seite 19

**DZ BANK**  
Die Initiativbank

19

## 2. Beispiel: Der „Standard“-Fall (I)



Kursentwicklung von ING Groep (ING)



Seite 20

**DZ BANK**  
Die Initiativbank

20

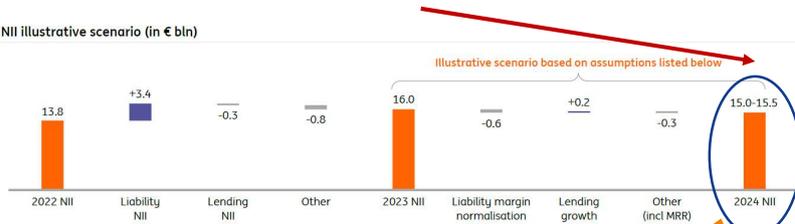
## 2. Beispiel: Der „Standard“-Fall (II)



Ausblick Zinsüberschuss für Geschäftsjahr 2024 (ING Q4 2023 Ergebnis)

- **Offizielle Ertragsprognose (NII = Net Interest Income):**  
Income development may be affected by interest rates

NII illustrative scenario (in € bln)



- **Konsensschätzungen vom 19.01.2024:**

€ million	Consensus pre 4Q23 results			
	4Q23	FY23	FY24	FY25
Consolidated P&L (€ mln)				
Net interest income	3,983	16,083	16,236	16,510

Seite 21



21

## 2. Beispiel: Der „Standard“-Fall (III)



Anpassung der Schätzungen – Umsetzung im Bewertungsmodell

**Bewertungsmodell (pre Q4 2023):**

Mio Euro	2023	2024
Geschäftsjahresende per 31.12.		
IAS		
<b>GUV</b>		
Nettoerträge	22.800,0	22.400,0
%Delta	22,94%	-1,79%
CGAR	8,94%	6,60%
Risikovorsorge	800,0	1.600,0
%Delta	-57,01%	100,00%
CGAR	-33,13%	45,82%
Verwaltungsaufwand	11.628,0	12.432,0
%Delta	3,83%	6,91%
CGAR	1,40%	3,56%
Goodwill-Abschreibungen	0,0	0,0
%Delta	-	-
CGAR	-100,00%	0,00%
Ergebnis vor Steuern (EBT)	10.372,0	8.368,0
%Delta	88,55%	-19,32%
CGAR	39,64%	7,26%
Ertragsteuern	2.904,2	2.343,0
Steuerquote	30,00%	30,00%
%Delta	68,36%	-19,32%
CGAR	45,02%	7,67%
Gewinn(+)/Verlust(-)anteile Dritter	175,0	170,0
%Delta	71,57%	-2,86%
CGAR	30,91%	9,92%
Ergebnis nach Steuern und Minderheiten	7.292,8	5.855,0
%Delta	98,50%	-19,72%
CGAR	43,17%	7,03%
Konzernnettoergebnis	7.292,8	5.855,0
%Delta	98,50%	-19,72%
CGAR	43,17%	7,03%
<b>Je Aktie (in EUR)</b>		
Ergebnis je Aktie, voll verwässert nicht adj.	2,15	1,91

**Bewertungsmodell (post Q4 2023):**

Mio Euro	2023	2024
Geschäftsjahresende per 31.12.		
IAS		
<b>GUV</b>		
Nettoerträge	22.575,0	21.400,0
%Delta	21,63%	-5,20%
CGAR	8,58%	4,99%
Risikovorsorge	520,0	1.500,0
%Delta	-72,06%	188,46%
CGAR	-42,07%	42,72%
Verwaltungsaufwand	11.564,0	11.877,0
%Delta	3,26%	2,71%
CGAR	1,21%	2,00%
Goodwill-Abschreibungen	0,0	0,0
%Delta	-	-
CGAR	-100,00%	0,00%
Ergebnis vor Steuern (EBT)	10.492,0	8.023,0
%Delta	90,73%	-23,53%
CGAR	40,18%	5,76%
Ertragsteuern	2.970,0	2.246,4
Steuerquote	30,00%	30,00%
%Delta	72,17%	-24,36%
CGAR	46,11%	6,17%
Gewinn(+)/Verlust(-)anteile Dritter	235,0	170,0
%Delta	130,39%	-27,66%
CGAR	44,43%	9,92%
Ergebnis nach Steuern und Minderheiten	7.287,0	5.606,6
%Delta	98,34%	-23,06%
CGAR	43,13%	5,49%
Konzernnettoergebnis	7.287,0	5.606,6
%Delta	98,34%	-23,06%
CGAR	43,13%	5,49%
<b>Je Aktie (in EUR)</b>		
Ergebnis je Aktie, voll verwässert nicht adj.	2,18	1,86

Seite 22



22

## 2. Beispiel: Der „Standard“-Fall (IV)



Anpassung der Schätzungen: Auswirkungen auf Fair Value / Anlageurteil

### ➤ Bewertungsmodell (pre Q4 2023):

RoE/CoE	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	Ø Cycle
EPS	0,64	1,22	0,98	2,15	1,91	2,19	2,51	1,92
TB/PS	13,91	15,03	11,22	12,32	13,63	14,30	15,23	15,23
RoTE	8,44%	7,47%	10,24%	15,04%	15,99%	17,00%	12,60%	
CoE		11,40%	11,40%	11,40%	11,40%	11,40%	11,40%	11,40%
EVA per share				0,46	0,63	0,83	0,18	
Years				0,85	1,85	2,85	3,85	4,85
Present Value EVA/Terminal				0,38	0,46	0,55	1,46	
TB/PS 2023e				11,25				
Present Value EVA/Terminal				2,85				
Present Value				14,09				
Value Excess/Deficit Capital incl. DPS Payment				0,00				
Fair Value				14,1				
Upside/Downside				17,4%				

### ➤ Bewertungsmodell (post Q4 2023):

RoE/CoE	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	Ø Cycle
EPS	1,22	0,98	2,18	1,86	2,18	2,59	2,76	1,64
TB/PS	15,03	11,22	12,93	13,63	14,87	15,83	16,91	16,91
RoTE	7,47%	18,05%	13,98%	15,31%	16,86%	16,89%	9,70%	
CoE		11,52%	11,52%	11,52%	11,52%	11,52%	11,52%	11,52%
EVA per share				0,54	0,82	0,88	-0,31	
Years				0,85	1,85	2,85	3,85	4,85
Present Value EVA/Terminal				0,44	0,60	0,58	-1,73	
TB/PS 2024e				12,43				
Present Value EVA/Terminal				-0,11				
Present Value				12,32				
Value Excess/Deficit Capital incl. DPS Payment				0,76				
Fair Value				13,1				
Upside/Downside				6,0%				

Halten (zuvor Kaufen)

Seite 23

23

## 2. Beispiel: Der „Standard“-Fall (V)



Anpassung der Schätzungen: weitere Parameter

### ➤ Buchwert des Eigenkapitals

### ➤ Eigenkapitalkosten

- Zinssatz
- Aktien-Risikoprämie
- Beta

### ➤ Ausschüttungen

- Dividenden
- Aktienrückkäufe

### ➤ Nachhaltiges Wachstum / Profitabilität

- Welches Niveau kann nachhaltig erreicht werden?

Seite 24

24

## 2. Beispiel: Der „Standard“-Fall (VI)

Entwicklung der Konsensschätzungen



### ➤ Konsensschätzungen vom 19.01.2024:

€ million	Consensus pre 4Q23 results			
	4Q23	FY23	FY24	FY25
<b>Consolidated P&amp;L (€ mln)</b>				
Net interest income	3,983	16,083	16,236	16,510

### ➤ Konsensschätzungen vom 19.02.2024:

€ million	Consensus post 4Q23 results		
	FY24	FY25	FY26
<b>Consolidated P&amp;L (€ mln)</b>			
Net interest income	15,419	16,038	16,538



Seite 25

**DZ BANK**  
Die Initiativbank

25

## 3. Beispiel: Der „Sonder“-Fall (I)

Kursentwicklung von Intesa Sanpaolo (ISP)



Seite 26

**DZ BANK**  
Die Initiativbank

26

### 3. Beispiel: Der „Sonder“-Fall (II)

Intesa Sanpaolo klare Marktführerin in IT



Seite 27

**DZ BANK**  
Die Initiativbank

27

### 3. Beispiel: Der „Sonder“-Fall (III)

Überraschungs-Übergewinnsteuer führt zu vielen Fragezeichen



Wirtschafts- & Finanzminister Giancarlo Giorgetti



Ministerpräsidentin Giorgia Meloni



Seite 28

**DZ BANK**  
Die Initiativbank

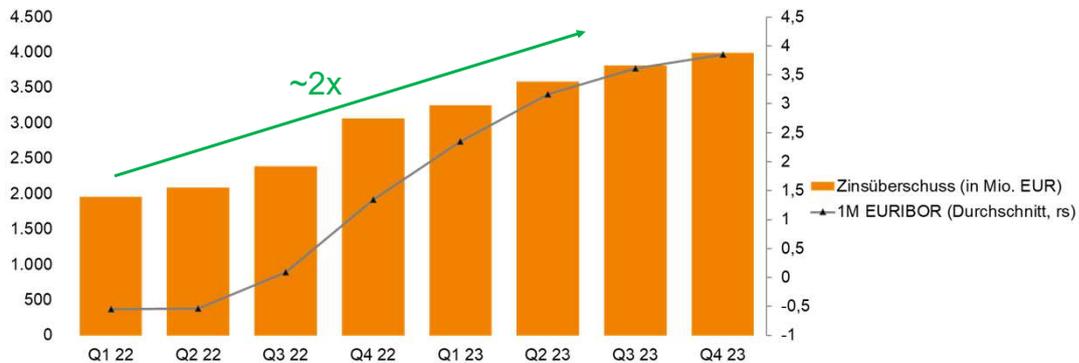
28

### 3. Beispiel: Der „Sonder“-Fall (IV)



Explodierender Zinsüberschuss weckt Begehrlichkeiten... nicht nur in Italien

➤ quartalsweise Entwicklung des Zinsüberschuss von Intesa Sanpaolo (in Mrd. EUR) & 1M EURIBOR:



Seite 29

**DZ BANK**  
Die Initiativbank

29

### 3. Beispiel: Der „Sonder“-Fall (V)



Viele Unklarheiten zu Beginn...

- Bemessungsgrundlage unklar
  - nur Italien
  - Gesamte Bankengruppe (inklusive Auslandsgeschäft)
- zeitlicher Vergleich
  - Was ist das Basisjahr?
- Ausnahmeregelungen
- Vermeidungsmöglichkeiten

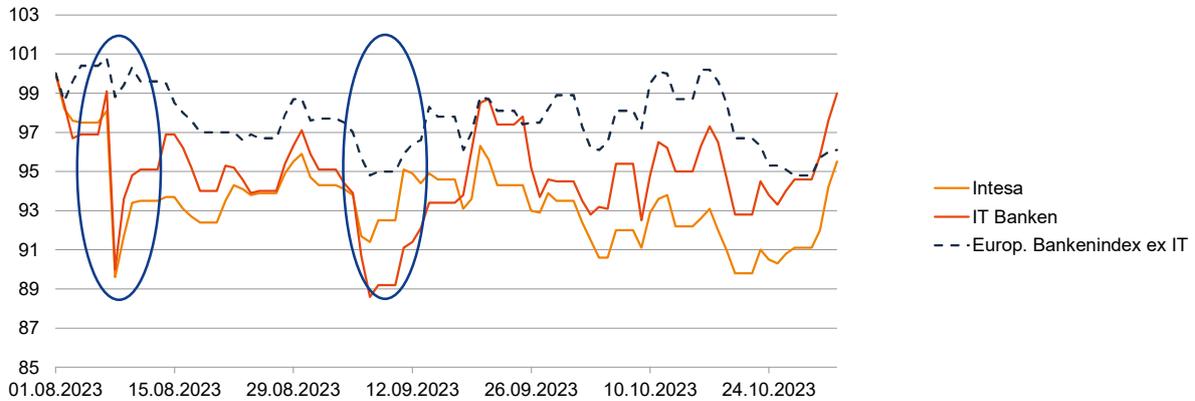
Seite 30

**DZ BANK**  
Die Initiativbank

30

### 3. Beispiel: Der „Sonder“-Fall (VI)

Die Unsicherheit verschwindet nicht



Seite 31

31

### 3. Beispiel: Der „Sonder“-Fall (VII)

Modellierung / Schätzungen unter Unsicherheit



	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	Ø Cycle
RoE/CoE							
EPS	0,22	0,23	0,41		0,41	0,44	0,40
TBVPS	3,15	2,82	2,74	3,06		3,35	3,41
RoTE		8,09%	14,24%	10,73%	12,57%	13,04%	11,60%
CoE	11,10%	11,10%		11,10%	11,10%	11,10%	11,10%
EVA per share				0,08	0,05	0,07	0,02
Years			0,85	1,85	2,85	3,85	3,85
Present Value EVA/Terminal				0,07	0,04	0,04	0,10
TBVPS 2023e							
Present Value EVA/Terminal				0,23			
Present Value				3,05			
Value Excess/Deficit Capital incl. DPS Payment				0,10			
Fair Value				3,15			

15%  
Bewertungsabschlag

inkl 15% haircut	gerundet
2,6739	2,70

Seite 32

32

### 3. Beispiel: Der „Sonder“-Fall (VIII)

Transparente Kommunikation im (ad-hoc) Flash



#### Intesa-Sanpaolo<sup>(6)(7)(10)(11)</sup>

Jahr <sup>1)</sup>	Netto- <sup>2)</sup> erträge <sup>3)</sup>	Risiko- <sup>4)</sup> vorsorge <sup>5)</sup>	EBT <sup>6)</sup>	Ergebnis- <sup>7)</sup> je-Aktie <sup>8)</sup>	KGV <sup>9)</sup>	Divid- <sup>10)</sup> je-Aktie <sup>11)</sup>
#	Mrd. EUR <sup>12)</sup>	Mrd. EUR <sup>13)</sup>	Mrd. EUR <sup>14)</sup>	EUR <sup>15)</sup>	#	EUR <sup>16)</sup>
2022 <sup>17)</sup>	21,5 <sup>18)</sup> (21,5) <sup>19)</sup>	3,1 <sup>20)</sup> (3,1) <sup>21)</sup>	7,3 <sup>22)</sup> (7,3) <sup>23)</sup>	0,23 <sup>24)</sup> (0,23) <sup>25)</sup>	9,2 <sup>26)</sup>	0,16 <sup>27)</sup>
2023 <sup>28)</sup>	24,8 <sup>29)</sup> (24,8) <sup>30)</sup>	1,4 <sup>31)</sup> (1,4) <sup>32)</sup>	12,5 <sup>33)</sup> (12,5) <sup>34)</sup>	0,41 <sup>35)</sup> (0,41) <sup>36)</sup>	6,2 <sup>37)</sup>	0,29 <sup>38)</sup>
2024 <sup>39)</sup> e	25,2 <sup>40)</sup> (25,2) <sup>41)</sup>	1,6 <sup>42)</sup> (1,6) <sup>43)</sup>	12,4 <sup>44)</sup> (12,4) <sup>45)</sup>	0,43 <sup>46)</sup> (0,43) <sup>47)</sup>	5,9 <sup>48)</sup>	0,30 <sup>49)</sup>
2025 <sup>50)</sup> e	25,2 <sup>51)</sup> (25,2) <sup>52)</sup>	1,7 <sup>53)</sup> (1,7) <sup>54)</sup>	12,3 <sup>55)</sup> (12,3) <sup>56)</sup>	0,41 <sup>57)</sup> (0,41) <sup>58)</sup>	6,2 <sup>59)</sup>	0,29 <sup>60)</sup>

<sup>1)</sup> Geschäftsjahresende per 31.12. — <sup>2-11)</sup> Werte in Klammern: Angaben aus der letzten Publikation<sup>11)</sup>

**Angekündigte Bankensteuer könnte mit bis zu 1 Mrd. EUR belasten; FV neu: 2,70 EUR**

Die italienische Regierung verkündete gestern Abend, Banken mit einer Übererwinsteuer von



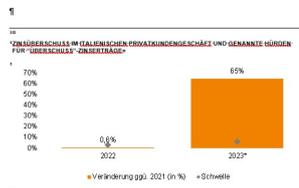
Flash: ...  
Fertiggestellt: 8.8.2023, 16:37

Kaufen (zuvor Kaufen)

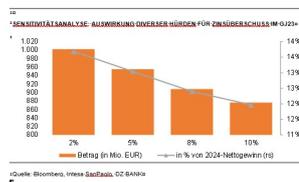
Schlusskurs am 7.8.2023<sup>1)</sup>  
(in EUR) = 2,56

Fair Value<sup>2)</sup> = 2,70 (zuvor 3,15)

#### EXEMPLARISCHE BERECHNUNG DER AUSWIRKUNG<sup>1)</sup>



Während der Zinsüberschuss 2022 noch durch das Niedrigzinsumfeld geprägt wurde, zogen die Nettozinserträge dieses Jahr stark an und liegen im Vergleich zu 2021 deutlich über der Marke von 10%.



Möglicherweise ist das Wachstum der Zinserträge dieses Jahr, je nach Höhe, die das Ausmaß eines übermäßigen Wachstums definiert, ist mit einer Belastung zwischen 880 Mio. EUR und knapp einer Milliarde EUR zu rechnen.

Die mögliche Einführung einer Bankensteuer ist klar negativ zu werten. Mangels Details kann die Auswirkung vorerst nur abgeschätzt werden und unterliegt einer großen Unsicherheit. Daher werden wir unsere Schätzungen erst mit dem Q3-23 Ergebnis anpassen. Wir erwarten aktuell eine Steuerbelastung von weniger als eine Milliarde EUR. Der dadurch hervorgerufene Gewinnrückgang wird zu geringeren Ausschüttungen (70% Ausschüttungsquote) sowie weniger Aktienrückkäufen führen. Angesichts der Unsicherheit nehmen wir einen Abschlag von 15% auf unseren Fair-Value an. Der Fair-Value (RoE/CoE) sinkt dadurch auf 2,70 EUR.



### 3. Beispiel: Der „Sonder“-Fall (IX)

„Happy End“



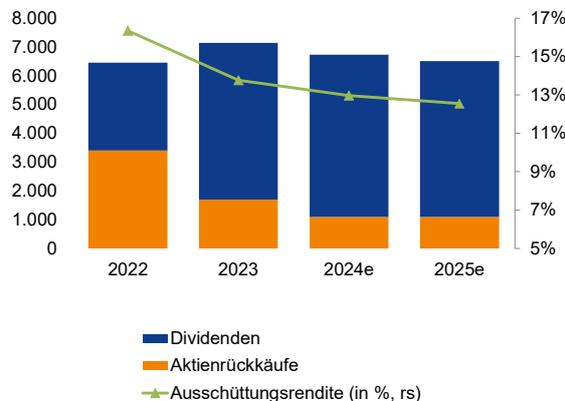
#### INTESA SANPAOLO

PRESS RELEASE

**INTESA SANPAOLO TO ALLOCATE 2.5 TIMES THE AMOUNT OF THE ONE-OFF TAX ON NET INTEREST INCOME INCREASE TO RESERVE AND CONTRIBUTE TO SUPPORTING INITIATIVES ADDRESSING SOCIAL NEEDS WITH AN AMOUNT EQUAL TO AROUND 1.5 BILLION EURO COSTS IN THE PERIOD 2023-2027**

Turin - Milan, 25 October 2023 – Intesa Sanpaolo hereby gives notice that the one-off tax calculated on the increase in net interest income, as provided by Decree Law no. 104 dated 10 August 2023 converted with amendments by Law no. 136 dated 9 October 2023, amounts to around 828 million euro for the Group and around 797 million euro for the Parent Company.

At its meeting today, the Board of Directors of Intesa Sanpaolo has decided to propose to the Shareholders' Meeting, when approving 2023 financial statements, net income allocation and dividend distribution to shareholders, the allocation to non-distributable reserve of around 1,991 million euro, equivalent to 2.5 times the amount of the tax of around 797 million euro, in lieu of payment of said tax, thus taking up the option provided by the above-mentioned measure. The Parent Company will instruct the Group's subsidiary banks impacted by the measure (Fideuram, Intesa Sanpaolo Private Banking and Isybank) to adopt its same stance, with a consequent allocation to non-distributable reserve of around 2,069 million euro for the Intesa Sanpaolo Group, equivalent to 2.5 times the amount of the tax of around 828 million euro.



#### 4. Beispiel: Der „Sentiment“-Fall (Commerzbank) (I)



Kursanstieg nach vorheriger Korrekturphase



Seite 35

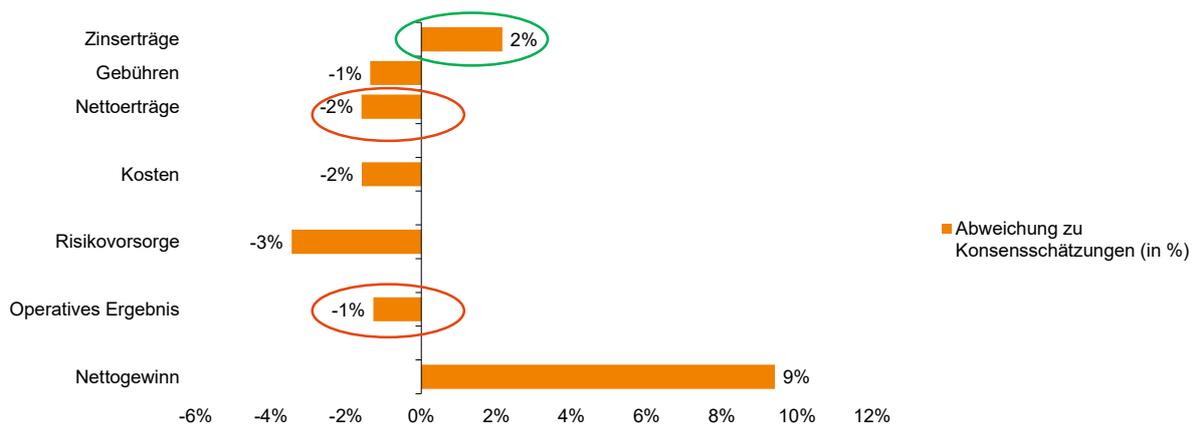
**DZ BANK**  
Die Initiativbank

35

#### 4. Beispiel: Der „Sentiment“-Fall (Commerzbank) (II)



Schwaches Abschlussquartal...



Seite 36

**DZ BANK**  
Die Initiativbank

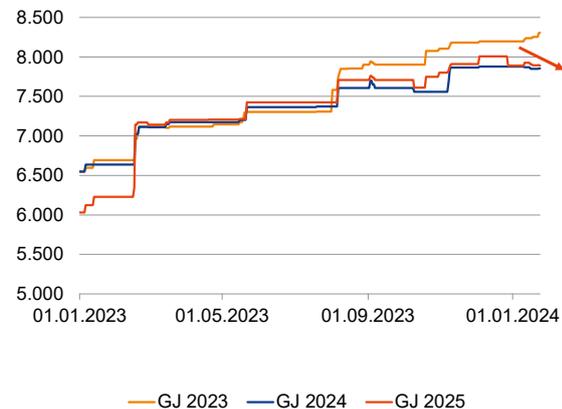
36

#### 4. Beispiel: Der „Sentiment“-Fall (Commerzbank) (III)

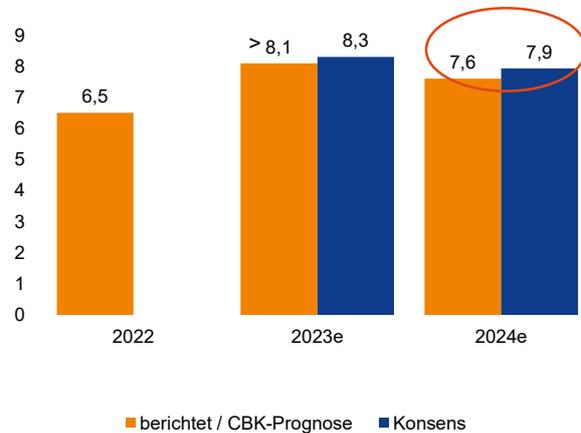


Bestätigung der Konsensschätzungen als „Befreiungsschlag“

Entwicklung Konsensschätzungen Zinsüberschuss



Commerzbank-Prognosen & Konsensschätzungen



Seite 37

**DZ BANK**  
Die Initiativbank

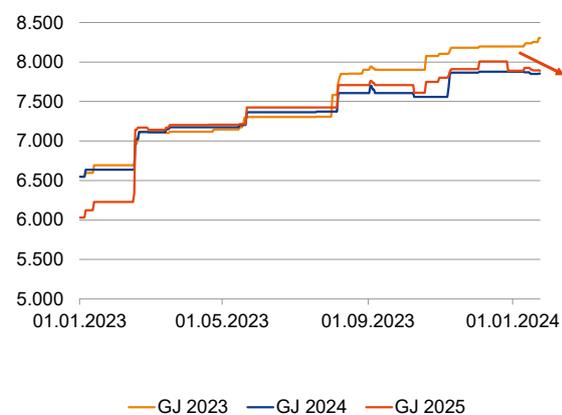
37

#### 4. Beispiel: Der „Sentiment“-Fall (Commerzbank) (IV)

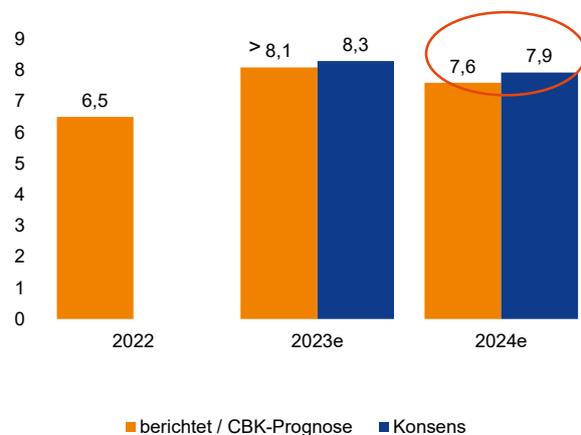


Bestätigung der Konsensschätzungen als „Befreiungsschlag“

Entwicklung Konsensschätzungen Zinsüberschuss



Commerzbank-Prognosen & Konsensschätzungen



Seite 38

**DZ BANK**  
Die Initiativbank

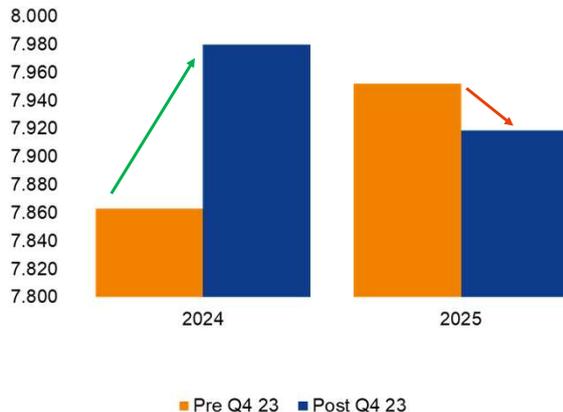
38

## 4. Beispiel: Der „Sentiment“-Fall (Commerzbank) (V)

Überzeugungsarbeit wirkt



### Entwicklung Konsensschätzungen Zinsüberschuss



### Auszug Konsensschätzungen

#### Analysts' Estimates

as of 24.01.2024  
all figures in € m

COMMERZBANK

	Q4 2023	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027
Group Level	16	16	15	15	12	11
Total Revenues	3,448	10,591	11,083	11,538	11,896	12,210
o/w Net interest income	2,081	6,323	7,063	7,352	8,117	8,366

#### Analysts' Estimates

as of 26.02.2024  
all figures in € m

COMMERZBANK

	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027
Group Level	15	15	13	10
Total Revenues	10,966	11,509	11,925	12,278
o/w Net interest income	7,080	7,305	8,122	8,344

Seite 39

**DZ BANK**  
Die Initiativbank

39

## Zusammenfassung Praxisteil

Banken gelten als zyklische Werte



- Newsflow führt, sofern materiell und relevant, zur Anpassung der Schätzungen und Überprüfung von Fair Value / Anlageurteil
- Unvorhergesehene Ereignisse mit unvollständigen Informationen schwer modellierbar
  - temporärer Bewertungsabschlag als Übergangslösung
  - Alternative: Modellierung unter Darstellung der verwendeten Annahmen / Update bei Kommunikation weiterer Informationen
- Modellierung (Banken)
  - Die ersten 4 Jahre fließen als „Detailschätzungen“ in das Bewertungsmodell
  - danach wird ein „normalisiertes Jahr“ modelliert (i.d.R. durchschnittliche Wachstumsrate)
  - weitere wichtige Modell-Parameter: Zinsniveau, Risikoprämie etc.
- Aktuell profitieren die Banken von der Zinswende, Investoren hinterfragen aber die Nachhaltigkeit des „Zinsturbo“
  - Der Zenit der Zinserträge dürfte bei den meisten Banken mittlerweile erreicht sein
  - weiterer Zinspfad mit hoher Unsicherheit behaftet
- Ausschüttungen wie Dividenden und Aktienrückkäufe tragen einen erheblichen Teil zur Bewertung von Bank-Aktien bei

Seite 40

**DZ BANK**  
Die Initiativbank

40

## 4. Bonus

### Ein Tag während der Berichtssaison

41

### Bonus: Einblick in den Tagesablauf bei Quartalszahlen

am Beispiel der Deutschen Bank / ING (Q4 2023 Ergebnis vom 01.02.2024)



Uhrzeiten	Beschreibung
07.00	Veröffentlichung Quartalszahlen Deutsche Bank (DBK)
07.00 – 08.50	Lesen, Interpretation, Erstellen von „Daily“-Beitrag; Einchecken nach 4-Augen-Prinzip (Deadline: 08.50 Uhr)
09.00 – 10.00	Telefonkonferenz ING Groep
10.00 – 11.00	Erstellen von Deutsche-Bank-Flash mit Anpassung der eigenen Schätzungen
11.00 – 12.30	Telefonkonferenz Deutsche Bank
12.30 – 13.00	Mittagspause
13.00 – 14.45	Fertigstellung DBK-Flash: - Anpassung der eigenen Schätzungen - Schreiben - Archivierung (d3)
Ab 14.45	Fertigstellung ING Flash



-  Prepared-Remarks-Analyst-Call-01-February-2024.pdf
-  20240201-Q4-Medienmitteilung-dt.pdf
-  Analyst-Call.mp3
-  Deutsche-Bank-Q4-FY-2023-Presentation.pdf
-  FDS-Q4-2023-01022024.pdf
-  FDS-Q4-2023-01022024.xlsb

#### Daily



#### Flash



Seite 42

42

## Fragen & Antworten



Seite 43

 **DZ BANK**  
Die Initiativbank

43

**Vielen Dank**

 **DZ BANK**  
Die Initiativbank

44

## 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:** Uwe Fröhlich (Co-Vorstandsvorsitzender), Dr. Cornelius Riese (Co-Vorstandsvorsitzender), Souâd Benkredda, Uwe Berghaus, Dr. Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Wolfgang Köhler, Michael Speth, Thomas Ullrich

**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, 2022  
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.

- <sup>1)</sup> 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.
- <sup>2)</sup> 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.
- <sup>3)</sup> 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.
- <sup>4)</sup> Der Emittent hält mehr als 5% des insgesamt ausgegebenen Aktienkapitals der DZ BANK.
- <sup>5)</sup> 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.
- <sup>6)</sup> 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.
- <sup>7)</sup> Der Emittent ist oder war in den letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Studie **Kunde** der DZ BANK für Dienstleistungen des **Investmentbanking**.
- <sup>8)</sup> Die DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen hat in den zurückliegenden 12 Monaten von dem Emittenten eine **Vergütung** für Dienstleistungen des **Investmentbanking** erhalten.
- <sup>9)</sup> 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.
- <sup>10)</sup> 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.
- <sup>11)</sup> Der Emittent ist oder war in letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse **Kunde** der DZ BANK für **nicht-wertpapierbezogene** Dienstleistungen.
- <sup>12)</sup> 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 freigegeben. Dieses Dokument wurde von der DZ BANK erstellt und von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten genehmigt. Ist eine Research-Publikation in Absatz 1 / ihrer Pflichtangaben ausdrücklich als „Finanzanalyse“ bezeichnet, gelten für ihre Verteilung gemäß den Nutzungseinschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen: In die Republik Singapur darf eine Finanzanalyse ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapur Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an accredited investors, und / oder „expert investors“ weitergegeben und von diesen genutzt werden. Finanzanalysen dürfen nicht in die Vereinigten Staaten von Amerika (USA) verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden. Ist eine Research-Publikation in Absatz 1 / ihrer Pflichtangaben ausdrücklich als „Sonstige Research-Information“ bezeichnet, gelten für ihre Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen. Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die Vereinigten Staaten von Amerika (USA) verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden. Die Weitergabe von Sonstigen Research-Informationen in der Republik Singapur ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten. 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 Kursbewertungen, 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: 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 Geltungszitums 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 verbundenen 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 verbundenen 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 Wertpapierbedienstleistungen. Anleger sollen davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen 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 verbundenen 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, Maßnahmen und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Seite 47


**DZ BANK**  
Die Initiativbank

47

## Rechtliche Hinweise

### Ergänzende Information von Markt Indices GmbH

Weder IHS Markt 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 Markt 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 Markt-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

Selten IHS Markt 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 Markt 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 Preisnotierungen sowie Rendite- und Spreadangaben sind bei IHS Markt regelmäßig auf den Stand zum Vorabend aktualisiert.

### Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainability

Die Einschätzung zur Nachhaltigkeit eines Emittenten (Erstellung des DZ BANK Gütesiegels für Nachhaltigkeit) basiert auf dem EESG-Modell, welches durch das DZ BANK Research entwickelt wurde. Die Nachhaltigkeitsbewertung des EESG-Modells wird im Wesentlichen aus Daten und Informationen abgeleitet, die dem DZ BANK Research durch Sustainability (Powered by Sustainability) bereitgestellt werden. Weitere Angaben zum EESG-Modell können in dem Methodenansatz Nachhaltigkeitsforschung unter [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) kostenlos eingesehen werden.

Seite 48


**DZ BANK**  
Die Initiativbank

48