

Unternehmens Update

Mid Caps/Small Caps

Underperform

Kurs am 01.03.04	EUR 2,89
Hoch/Tief (12M)	3,82/2,65
Kursziel	EUR 2,60

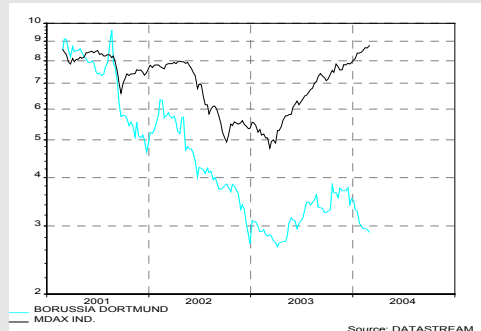
AKTIENDATEN

Reuters	BORG.DE
Bloomberg	BVB GR
WPK	549309
Börsenumsatz (St. Tsd.)	32,8
Free Float (%)	58,9

UNTERNEHMENS DATEN

Marktkapitalisierung (EUR Mio.)	56,350
Anzahl der Aktien (Mio.)	19,5
Gezeichnetes Kapital (EUR Mio.)	19,5
Genehmigtes Kapital (EUR Mio.)	-
Aktionärsstruktur	BVB 09 e.V. Dortmund 30,8%, Norman Rentrop 14,77%, Rest Streubesitz
Hauptversammlung	Nov-04
H1/Q2	Feb-05
Bilanzpressekonferenz	Okt-04

KURS CHART



RELATIVE PERFORMANCE (% VER.)

	1M	3M	6M
DAX	-3,2	-27,8	-27,0
Euro STOXX 50	-5,9	-30,8	-25,7
ES Media	-7,3	-30,8	-32,9

Peter-Thilo Hasler
peter-thilo.hasler@hvb.de
+49 (0) 89 378-13244

Borussia Dortmund

GAU MIT ANSAGE

- Die Halbjahreszahlen entsprachen größtenteils den gedrückten Erwartungen.
- Die sportliche Bilanz nach dem 22. Spieltag macht es unwahrscheinlich, dass der BVB noch den für eine Qualifikation der CL erforderlichen dritten Tabellenplatz erreicht.
- Transfers werden im Sommer nennenswerte Zuflüsse zur Folge haben, aber nicht ausreichen, den Break-even zu erreichen.
- Mit den eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen ist der BVB auf dem richtigen Weg, wir halten es jedoch für ausgeschlossen, dass der BVB ohne zusätzliche Einmaleffekte in der kommenden Saison in die Gewinnzone zurückkehrt.
- Wir bestätigen unser Anlageurteil von Underperform für die Aktien des BVB. Unser neues Kursziel, das wir aus dem Substanzwert des Vereins abgeleitet haben, beläuft sich auf EUR 2,60 je Aktie.

	2001/02	2002/03e	2003/04e	2004/05e
Umsatz (EUR Mio.)	113	129	102	105
% Veränd.	33,1	14,2	-20,9	2,8
Jahresüberschuss (EUR Mio.)	0,6	3,2	-59,4	-26,1
% Veränd.	-105,0	453,1	-1972,7	-56,0
EPS reported (EUR)	0,04	0,16	-3,05	-1,34
% Veränd.	-106,9	316,1	-1992,1	-56,0
EPS adjusted (EUR)	0,04	0,16	-3,05	-1,34
% Veränd.	-106,9	316,1	-1992,1	-56,0
EPS adj. vor Goodwill (EUR)	0,04	0,16	-3,05	-1,34
% Veränd.	-106,9	316,1	-1992,1	-56,0
CFPS (EUR)	1,54	1,61	-1,47	-0,33
% Veränd.	159,3	4,0	-191,4	-77,9
Dividende (EUR)	0	0	0	0
EBITA-Marge (%)	5,2	5,3	-57,0	-22,2
CAGR (Umsatz; 02-05e)				-2,4%
CAGR (EBITADA; 02-05e)				-258,5%
EV/Umsatz	0,67	0,05	0,22	0,24
EV/EBITDA	2,1	0,2	-0,8	-7,3
EV/EBITA	12,9	1,0	-0,4	-1,1
EV/EBIT	11,5	1,0	-0,4	-1,1
KGV (EPS adj. vor Goodwill)	117,3	19,9	-0,9	-2,2
PEG-Ratio				0,0
KCF	2,9	2,0	-2,0	-8,9
Div. Rendite (%)	0	0	0	0

Inhalt

- 3 Bewertung
- 6 GAU mit Ansage
- 8 Segmentergebnisse
- 9 Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung

Bewertung

Mit Verlusten in dieser und in der kommenden Saison steht der BVB im europäischen Vergleich börsennotierter Fußballvereine nicht allein. Im Gegenteil: Mit Ausnahme von ManU ist es in Europa die Regel, dass Vereine bereits auf operativer Ebene – und damit noch vor den Abschreibungen – die Gewinnzone verlassen. Insofern macht die Anwendung der üblichen, ertragsorientierten Kennzahlen für eine Kurszielfindung der BVB-Aktie keinen Sinn. Wir weichen daher auf eine Substanzwertmethode aus und bewerten mit Hilfe eines Scoring Modells den derzeitigen Spielerkader. Unser den neuen Gegebenheiten angepasstes Kursziel liegt bei EUR 2,60 je Aktie.

„Ist doch normal, dass jeden Tag ein anderer, der den Ball dreimal hoch halten kann, angeblich verkauft werden soll.“
Matthias Sammer

Aufgrund der unerwarteten Verletzungsmisere des Vereins einerseits und der anhaltenden Stille auf dem Transfermärkten andererseits haben wir unsere Prognosen für die vom BVB erzielbaren Transfererlöse zum Teil deutlich reduziert. Darüber hinaus haben wir in unseren Schätzungen erstmals die Verletzungshistorie der einzelnen Spieler berücksichtigt. So haben wir zum Beispiel bei Spielern mit Karriere gefährdenden Verletzungen des Kreuzbandes oder der Achillessehne deutliche Abschläge von dem Wert vorgenommen, wie er ohne diese Verletzung erzielbar wäre. Beispielsweise können interessierte Vereine für derart schwer verletzte Spieler Versicherungen gegen Sportinvalidität – wenn überhaupt – nur gegen deutlich verschlechterte Konditionen abschließen, da im Wiederholungsfall ein endgültiges Karriere-Ende wahrscheinlich ist.

Ebenfalls in unser Scoring-Modell eingegangen ist die Tatsache, ob ein Spieler zum Stammkader der Mannschaft gehört und somit über entsprechende Spielpraxis verfügt. Ferner haben wir berücksichtigt, ob ein Vertrag zum Saisonende nur noch ein weiteres Jahr Laufzeit hat bzw. ob er älter als 30 Jahre ist. Für diese Fälle haben wir weitere Abschläge vorgenommen. Wir haben den Unternehmenswert zum 30.06.04 berechnet, das heißt ohne Berücksichtigung von Otto Addo, Stefan Reuter und Flavio Conceicao, deren Verträge zum Saisonende auslaufen.

Mit Hilfe unseres Scoring Modells ermitteln wir einen Substanzwert für den BVB in Höhe von EUR 92 Mio. Den Substanzwert des BVB errechnen wir mit Hilfe des von uns geschätzten aktuellen Transferwertes des Spielerkaders. Dabei unterstellen wir (theoretisch), dass sämtliche Spieler zu ihrem aktuellen Marktwert verkauft, die Transfererlöse abzüglich der Nettoverschuldung an die Aktionäre ausgeschüttet werden und der Verein aufgelöst wird.

„Ich möchte beim BVB bleiben und alles tun, damit wir die CL erreichen“
Dede

Trotz seines Armbruchs ist Spielmacher Tomas Rosicky für den BVB der wertvollste Spieler. Wir schätzen seinen Transferwert mit EUR 18 Mio. ein, wobei wir einen Verletzungsabschlag von 10% einkalkuliert haben. An zweiter Stelle rangiert Stürmer Jan Koller, der von den tschechischen Medien unlängst zum zweitbesten Spieler des Jahres 2003 gewählt wurde, hinter Pavel Nedved und noch vor Rosicky. An dritter Stelle stehen nahezu gleichauf Ewerthon und Sebastian Kehl mit Spielerwerten von über EUR 7,0 Mio.

TRANSFERWERT DES SPIELERKADERS BVB PER 31.06.04E (IN EUR MIO.)

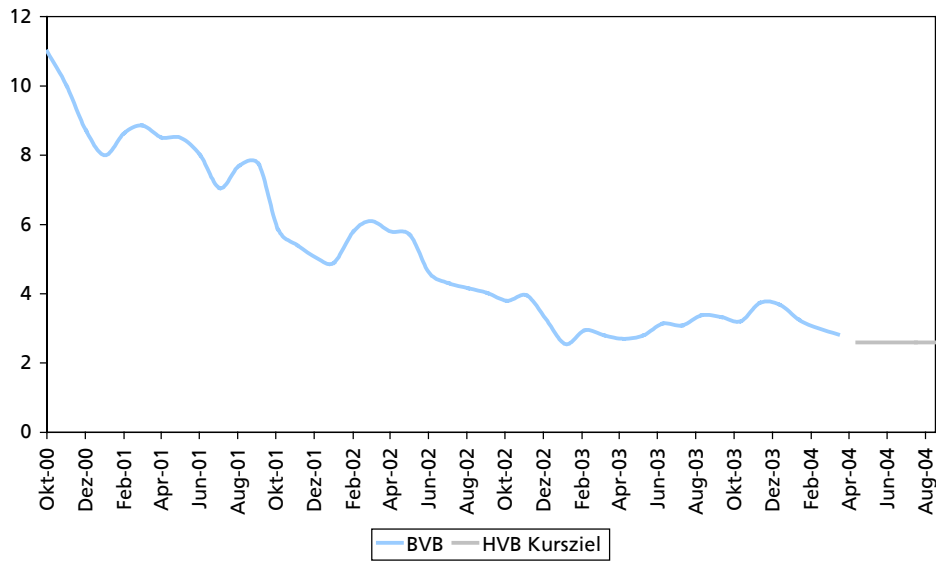
Spieler	Abschlag aus Verletzung	Abschlag aus Spielpraxis	Abschlag aus Laufzeit	Abschlag aus Alter	Erwarteter Transferwert	Tendenz
Tomas Rosicky	10%				18,0	↘
Jan Koller				10%	10,8	↗
Ewerthon	10%			10%	7,3	→
Sebastian Kehl					7,0	↗
Dede	10%		10%		6,5	↘
Torsten Frings	20%				6,4	↗
Christoph Metzelder	20%	10%	10%		5,2	↘
Evanilson	20%				4,8	→
Marcio Amoroso	10%	10%	10%		4,4	↘
Lars Ricken					3,5	↗
Christian Wörns				10%	2,7	↗
Ahmed Reda Madouni	20%		10%		2,2	↘
Roman Weidenfeller		10%			2,3	↘
David Odonkor		10%			1,8	↘
Guillaume Warmuz			10%	10%	1,6	↗
Niclas Jensen					1,5	↗
Andre Bergdölmo	10%		10%	10%	1,5	↘
Leandro					1,0	→
Salvatore Gambino					1,0	↗
Guy Demel		10%	10%		0,8	↗
Malte Metzelder			10%		0,5	↗
Sahr Senesie	20%	10%			0,4	↘
Thiago		10%	10%		0,4	→
Maximilian Heinrich		10%			0,1	→
Mehmet Akgün		10%			0,1	→
Uwe Hünemeier		10%			0,1	→
Heiko Herrlich		10%	10%	10%	0,0	→
Summe					91,6	↘

Quelle: HVB Equity Research

Wir sehen ein Kursrisiko von bis zu 10%.

Wir ermitteln ein Kursziel von EUR 2,60 je Aktie. Subtrahiert man vom Spielerkader, den wir bei EUR 92 Mio. veranschlagen, die Nettoverbindlichkeiten von EUR 41 Mio. per 31.12.03 – wobei wir sogar berücksichtigt haben, dass der BVB einen Kassenbestand von etwa EUR 51 Mio. als Sicherheit für den Rückkauf des Westfalenstadions verpfändet hat, die im engeren Sinn dem Verein nicht mehr zur Verfügung stehen –, so ergibt sich mit EUR 51 Mio. ein Wert, der unter der aktuellen Marktkapitalisierung von EUR 65 Mio. liegt. Dividiert durch die Anzahl Aktien von 19,5 Mio. ergibt sich ein Kursziel in Höhe von EUR 2,60 je Aktie. Damit sehen wir ein mittelfristiges Kursrisiko von rund 10%.

KURSVERLAUF UND KURSZIEL



Quellen: Thomson Financial Datastream, HVB Equity Research

GAU mit Ansage

Die veröffentlichten Halbjahreszahlen bewegten sich im Rahmen unserer Erwartungen. Der operative Verlust war mit EUR 29,4 Mio. zwar unter unseren Erwartungen, lag jedoch noch innerhalb des Toleranzbereichs. Angesichts des insgesamt schwachen operativen Ergebnisses nehmen wir unsere Gesamtjahresschätzung für 2003/04 zurück und erwarten nunmehr ein EBIT von EUR -58,1 Mio. Beim Ergebnis je Aktie rechnen wir nun mit EUR -3,05.

„Einseitig, fahrlässig
und völlig absurd“
Michael Meier

In Summe ging die Gesamtleistung um 8,4% auf EUR 47,3 Mio. zurück. Positiv zu verbuchen ist dabei der Ausbau des Westfalenstadions, der zu steigenden Einnahmen im Ticketing und im Catering geführt hat. Negativ zu Buche schlugen die TV-Einnahmen, die im Vergleich zum Vorjahr um 28,1% zurückgingen. Gerade bei den TV-Einnahmen haben sich einige Vereine für die kommende Saison eine gewisse Entlastung versprochen, nachdem in der vergangenen Woche ein vermeintliches Angebot von ProSiebenSAT.1 Media diskutiert wurde. Danach hat der Free-TV-Sender nach dem Einstieg des US-Investors Haim Saban der Bundesliga für die Pay-TV-Rechte bis zu EUR 650 Mio. für einen Drei-Jahresvertrag in Aussicht gestellt; das letzte Angebot von Premiere, die bis zum Saisonende im Besitz der Vermarktungsrechte der Bundesliga ist, liegt bei etwa EUR 150 Mio. für die kommende Saison. Wir haben auf der Analystenveranstaltung von ProSiebenSAT.1 Media am vergangenen Freitag allerdings nicht den Eindruck gewonnen, dass der Free-TV-Sender zum jetzigen Zeitpunkt versuchen wird, die genannten Pay-TV-Rechte zu erwerben. Damit bleibt Premiere unverändert der einzige Bieter. Nur für den Fall, dass ein weiterer Spieltag (Bsp. Freitag abend) durchgesetzt werden kann, ist vorstellbar, dass Premiere seine Zahlungen für die Pay-TV-Rechte erhöht. Einen Aufschlag von mehr als EUR 20 Mio. halten wir allerdings für ausgeschlossen.

„Dortmund ist eine
ganz andere Mannschaft“
Franz Beckenbauer

Erklärungsbedürftig ist die Entwicklung des Lohnaufwands, der trotz des Verkaufs von Lehmann, Reina und Fernandez nur um EUR 1,9 Mio. zurückging. Wurde nicht in allen Medien von einem 20%-igen Gehaltsverzicht der Spieler berichtet? Neben der Wieder-Verpflichtung Evanilsons liegt der wesentliche Grund für den geringen Rückgang der Gehaltsaufwendungen in Rückstellungen, die für das mögliche Erreichen eines Champions League Platzes gebildet werden müssen. Bei dem Gehaltsverzicht handelt es sich nämlich nicht um einen vollständigen Verzicht, sondern um eine Umwandlung: 20% der Fixgehälter werden dabei in variable, erfolgsabhängige Gehälter gewandelt. Diese kommen zur Auszahlung, falls der BVB entweder das DFB-Pokalfinale erreicht oder einen Champions League Platz. Ersteres ist bereits seit der zweiten Runde des DFB-Pokals nicht mehr möglich, die CL ist aber trotz aktuell sechs Punkte Rückstand auf den dritten Tabellenplatz, der immerhin zu einem Relegationsspiel berechtigen würden, nach wie vor erreichbar.

Auch bei den Abschreibungen ist keine eigentliche Entlastung festzustellen. Auch hier wird die geplante Entwicklung durch die nachträgliche Verpflichtung von Evanilson konterkariert. Dieser musste zum Preis von EUR 15 Mio. vom AC Parma aufgrund der angespannten Situation beim italienischen Erstligisten vom BVB aufgrund einer Vertragsklausel zurückgenommen werden. Seine Vertragslaufzeit beträgt zwei Jahre, so dass zum Halbjahr zusätzliche Abschreibungen von EUR 3,5 Mio. erforderlich waren.

„Wir werden unsere Situation meistern und gestärkt aus ihr hervorgehen.“
Dr. Gerd Niebaum

Für Erstaunen sorgt die Bilanzverlängerung: So wurden die Investitionen des Vereins ausschließlich durch die Aufnahme von Bankverbindlichkeiten finanziert, was unter Umständen den Schluss zulässt, dass die liquiden Mittel von EUR 77,2 Mio. vielleicht doch nicht so liquide sind. In der Tat wird unter dieser Position auch ein Depot aufgeführt, das der BVB nach dem Verkauf des Westfalenstadions eingerichtet hat und dem Verein de facto nicht zur Verfügung steht: Es handelt sich um einen verpfändeten Betrag von inzwischen EUR 51 Mio., der in 15 Jahren zur Bedienung des Kaufpreisanspruchs verwendet werden muss.

Der BVB ist inzwischen mit einem beachtlichen Fixkostenblock konfrontiert, der kurzfristig nur schwer abzubauen ist. Neben den Personalaufwendungen wird der BVB mit weiteren umfangreichen Zahlungsverpflichtungen konfrontiert, darunter

- die Stadionmiete, die sich je nach Auslastung des Stadions auf etwa EUR 17 Mio. pro Jahr beläuft;
- Lizenzzahlungen für goool in Höhe von 10% des jährlichen Umsatzes, mindestens jedoch EUR 1,47 Mio. (7,35% des Verkaufspreises von EUR 20 Mio.). Wir halten es für unwahrscheinlich, dass der BVB die Option eines vorzeitigen Rückkaufs der Lizenzrechte von Gerling zum 01.07.05 ausüben wird;
- Lizenzzahlungen für den Sportpark, deren genaue Höhe nicht bekannt ist, aber durchaus einen Betrag von EUR 0,5 Mio. ausmachen dürften. Die Einnahmen aus dem Verkauf der Rechte wurden zum Aufbau des Hospitality-Bereichs verwendet;
- Zahlungen an Sportfive in Höhe von 20% der Sponsoring- und TV-Einnahmen und
- Zinsen für die Verbindlichkeiten in Höhe von EUR 113 Mio., die sich auf Jahressicht auf etwa EUR 4 Mio. summieren dürften.

Ausblick 2003/04

Im zweiten Halbjahr wird sich ohne nennenswerte Spielerverkäufe keine Verbesserung der Ertragslage einstellen. Im Gegenteil. Wir erwarten auf Gesamtjahressicht operative Verluste (ohne Effekte aus Spielerverkäufen aber inklusive der Abschreibungen, die wir als operativ ansehen) in Höhe von EUR 58 Mio. Selbst wenn es dem BVB gelingen sollte, Rosicky, Koller und Dede zum Saisonende für einen von uns geschätzte Gesamtbetrag von EUR 35 Mio. zu verkaufen, wäre ein Break-even nicht erreichbar. Wir nehmen folglich unsere EBIT-Schätzung deutlich zurück: Statt EUR -44,5 Mio. rechnen wir mit EUR -58,1 Mio., beim Ergebnis je Aktie rechnen wir statt EUR -2,30 nunmehr mit EUR -3,05. Für die kommende Saison rechnen wir angesichts des reduzierten Spielerkaders und des zwischenzeitlich eingeleiteten Kostensenkungsprogramms mit einem operativen Verlust in Höhe von EUR -23,1 Mio., je Aktie erwarten wir EUR -1,34 (statt bislang EUR -2,40).

Segmentergebnisse

		2000/01	2001/02	2002/03e	2003/04e	2004/05e
Konzernumsatz						
Umsatz	EUR Mio.	80,3	113,0	128,9	102,0	104,9
<i>Umsatzwachstum</i>	%	-13,3	40,7	14,1	-20,9	2,8
Spielbetrieb						
Umsatz	EUR Mio.	13,8	17,8	17,9	22,3	23,4
<i>Umsatzwachstum</i>	%	-21,6	29,0	0,3	24,5	5,0
<i>Umsatzanteil</i>	%	16,3	15,8	13,9	21,8	22,3
Hörfunk, TV						
Umsatz	EUR Mio.	14,8	46,0	49,8	24,4	20,4
<i>Umsatzwachstum</i>	%	-57,8	211,3	8,3	-51,1	-16,4
<i>Umsatzanteil</i>	%	17,4	40,7	38,6	23,9	19,4
Werbung/Sponsoring						
Umsatz	EUR Mio.	13,2	27,9	44,3	29,0	36,6
<i>Umsatzwachstum</i>	%	-49,2	111,1	58,4	-34,5	26,4
<i>Umsatzanteil</i>	%	15,6	24,7	34,3	28,4	34,9
Merchandising						
Umsatz	EUR Mio.	5,2	8,8	15,7	19,8	20,8
<i>Umsatzwachstum</i>	%	-46,3	69,2	77,9	26,3	5,0
<i>Umsatzanteil</i>	%	6,1	7,8	12,2	19,4	19,8
Umsatz Tochterunternehmen						
Umsatz	EUR Mio.	8,0	11,2	0,9	3,8	3,7
<i>Umsatzwachstum</i>	%	572,3	39,6	-91,7	308,2	-2,6
<i>Umsatzanteil</i>	%	9,4	9,9	0,7	3,7	3,5
Transfererlöse						
Umsatz	EUR Mio.	25,3	1,2	0,3	2,8	0
<i>Umsatzwachstum</i>	%	728,9	-95,1	-74,4	776,3	-100,0
<i>Umsatzanteil</i>	%	29,8	1,1	0,2	2,7	0

Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung

		2000/01	2001/02	2002/03e	2003/04e	2004/05e
Umsatzerlöse	EUR Mio.	84,8	112,9	128,9	102,0	104,9
Materialaufwand	EUR Mio.	-3,0	-4,6	-6,5	-13,7	-13,9
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	3,6	4,1	5,1	13,5	13,2
Personalaufwand	EUR Mio.	-53,0	-66,9	-67,9	-61,3	-43,3
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	62,4	59,2	52,7	60,1	41,2
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	29,7	37,5	33,2	1,2	5,0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	35,0	33,2	25,8	1,2	4,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-44,4	-43,6	-52,5	-55,5	-56,1
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	52,4	38,6	40,8	54,4	53,5
Sonstige Steuern	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2
EBITDA	EUR Mio.	13,9	35,2	35,0	-27,4	-3,5
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	16,4	31,2	27,2	-26,9	-3,3
Abschreibungen (ohne Goodwill)	EUR Mio.	-22,5	-29,3	-28,2	-30,8	-19,8
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	26,6	26,0	21,8	30,2	18,9
EBITA	EUR Mio.	-8,6	5,9	6,9	-58,2	-23,3
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	-10,2	5,2	5,3	-57,0	-22,2
Goodwillabschreibungen	EUR Mio.	0	0	0	0	0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	0	0	0	0	0
EBIT	EUR Mio.	-7,6	6,6	6,9	-58,2	-23,3
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	-9,0	5,8	5,3	-57,0	-22,2
Abschreibungen auf FAV und UV	EUR Mio.	-0,6	-3,3	-3,2	0	0
Beteiligungsergebnis	EUR Mio.	0,1	0,1	0	0,2	0,2
Zinsergebnis	EUR Mio.	-3,0	-2,4	-0,4	-1,3	-3,0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	-3,5	-2,1	-0,3	-1,3	-2,8
Erg. d. gew. Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	-10,9	1,1	3,4	-59,2	-25,9
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	-12,9	1,0	2,6	-58,0	-24,7
A. o. Ergebnis lt. Geschäftsbericht	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Ergebnis vor EE-Steuern	EUR Mio.	-11,1	0,9	3,3	-59,3	-26,1
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	-13,1	0,8	2,5	-58,1	-24,9
EE-Steuern	EUR Mio.	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1	0
<i>EE-Steuerquote</i>	%	-2,2	39,1	3,0	-0,1	0
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-11,4	0,6	3,2	-59,4	-26,1
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	-13,4	0,5	2,5	-58,2	-24,9
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,4	0,2	0	0	0
Ergebnis nach Anteilen Dritter	EUR Mio.	-10,9	0,8	3,1	-59,4	-26,1
EPS reported	EUR	-0,56	0,04	0,16	-3,05	-1,34
EPS adjusted	EUR	-0,56	0,04	0,16	-3,05	-1,34
Goodwillabschreibungen je Aktie	EUR	0	0	0	0	0
EPS adjusted vor Goodwill	EUR	-0,56	0,04	0,16	-3,05	-1,34

Haftungsausschluss

Unsere Empfehlungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen, genauso wie wir für Vollständigkeit und Genauigkeit nicht garantieren können. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die in diesem Report diskutierten Anlagemöglichkeiten könnten - je nach speziellen Anlagezielen, Zeithorizonten oder bezüglich des Gesamtkontextes der Finanzposition - für bestimmte Investoren nicht anwendbar sein. Diese Informationen dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte wenden Sie sich an den Anlageberater Ihrer Bank. In der Bereitstellung der Informationen liegt kein Angebot zum Abschluss eines Beratungsvertrages.

Die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen kann in bestimmten Rechtsordnungen nur eingeschränkt möglich sein. Es ist erforderlich, dass Sie sich mit örtlichen Gesetzen und Beschränkungen, die auf Sie Anwendung finden und die die Nutzung sowie die Verfügbarkeit der hier beschriebenen Dienstleistungen betreffen, selbst vertraut machen. Diese Informationen dürfen nicht von solchen Personen oder Organisationen benutzt oder an solche verteilt werden, die Rechtsordnungen unterliegen, in denen eine solche Verteilung im Widerspruch zu geltenden Gesetzen oder Bestimmungen steht.

Hinweis für Leser mit Wohnsitz in Großbritannien:

Dieser Bericht ist für Kunden der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG bestimmt, die professionelle Marktteilnehmer („market counterparties“) oder institutionelle Kunden („intermediate customers“) (jeweils gemäß der Definition der Financial Services Authority - „FSA“) sind und nicht zur Nutzung durch irgendeine andere Person vorgesehen, insbesondere nicht für Privatkunden gemäß der Definition der Regeln der FSA. Dieser Bericht stellt keine Aufforderung zum Kauf oder ein Angebot zum Verkauf von Wertpapieren dar. Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die wir für zuverlässig erachten, doch können wir deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf unserer heutigen Einschätzung und können sich ohne Vorankündigung ändern.

Wir und/oder andere Mitglieder der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank Gruppe können bezüglich der in dieser Publikation erörterten Wertpapiere Long- oder Short-Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen. Wir und/oder Mitglieder der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank Gruppe können als Investment- und/oder Geschäftsbank für Emittenten der genannten Wertpapiere tätig sein, in den Organen ihrer Emittenten vertreten sein und/oder als „Market Maker“ für diese Wertpapiere fungieren. Die Bank und ihre verbundenen Unternehmen können ggf. auch für ein hier erwähntes Unternehmen als Berater tätig sein.

Die in diesem Bericht diskutierten Anlagemöglichkeiten können je nach ihren speziellen Anlagezielen und ihrer finanzielle Verhältnisse für bestimmte Anleger ungeeignet sein. Investoren sollten vor einem Investment den Rat ihrer Bank/ihrer Brokers einholen.

Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG London unterliegt der Aufsicht der FSA.

Hinweis für Leser mit Wohnsitz in den USA:

Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen sind ausschließlich für institutionelle Kunden der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG, New York Branch („HypoVereinsbank“) und HVB Capital Markets, Inc. („HVB Capital“ und, zusammen mit HypoVereinsbank, „HVB“) in den Vereinigten Staaten bestimmt und dürfen von anderen Personen nicht benutzt oder als Grundlage verwendet werden, gleich zu welchem Zweck. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder ein Angebot zum Verkauf von Wertpapieren gemäß US-Wertpapiergesetz (Securities Act) von 1933 in der jeweils gültigen Fassung oder anderen in den USA geltenden bundes- oder einzelstaatlichen Gesetzen, Verordnungen und Regelungen, dar. Die hier diskutierten Wertpapieranlagemöglichkeiten können je nach ihren speziellen Anlagezielen, ihrer Risikobereitschaft und ihren finanziellen Verhältnissen für bestimmte Anleger ungeeignet sein.

In Gerichtsbarkeiten, in denen die HVB nicht für den Handel mit Wertpapieren, Waren oder anderen Finanzprodukten eingetragen oder zugelassen ist, dürfen Transaktionen nur gemäß der geltenden Gesetze und gesetzlichen Bestimmungen durchgeführt werden, die sich von einer Gerichtsbarkeit zur anderen unterscheiden und erfordern können, dass Transaktionen gemäß geltender Ausnahmen von Eintragungs- und Zulassungsanforderungen durchgeführt werden.

Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet werden, doch kann die HVB deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der HVB zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Informationen erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern.

Die HVB kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in diesem Bericht vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden der sie erstellenden Analysten wider. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Die HVB und alle ihre verbundenen Unternehmen können bezüglich der hier erörterten Wertpapiere: a) Long- oder Short-Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen; b) als Investment- und/oder Geschäftsbank für die Emittenten dieser Wertpapiere tätig sein; c) als Market Maker für die betreffenden Wertpapiere fungieren; d) in den Organen der Emittenten dieser Wertpapiere vertreten sein; und e) als bezahlter Berater für einen Emittenten tätig sein.

Die hier enthaltenen Informationen können in die Zukunft gerichtete Aussagen im Sinne der US-Bundeswertpapiergesetze („forward-looking statements“) enthalten, die Risiken und Unsicherheiten unterliegen. Zu den Faktoren, die dazu führen könnten, dass die tatsächlichen Ergebnisse und Finanzlage eines Unternehmens sich anders als erwartet entwickeln, gehören unter anderem: politische Unsicherheit, Änderungen im allgemeinen wirtschaftlichen Umfeld, die sich negativ auf die Nachfrage nach den Produkten oder Dienstleistungen des Unternehmens auswirken, Änderungen auf den Devisenmärkten, Änderungen auf internationalen und nationalen Finanzmärkten und im Wettbewerbsumfeld sowie andere damit verbundene Faktoren. Alle Vorbehalte zu in die Zukunft gerichteten Aussagen in diesem Bericht sind durch diese Warnung vollständig abgedeckt.