

## Containersektor: Hanjin auf Grund gelaufen – Auswirkungen der Insolvenz

1. Executive Summary	1
2. Verschuldung – vs. Ertragssituation der Liner	2
3. Größe offenbar kein Allheilmittel – Hanjin läuft auf Grund	3
4. Hanjin-Flotte – unattraktive Zusammensetzung	3
5. Chartermarkt – Hanjin Insolvenz belastet	4
6. Allianzen – „The Alliance“ verliert Partner	5
7. Fazit – Ein Wettbewerber aus dem Markt, aber kaum Tonnage	7



Bildquelle: Vlad/SV /Shutterstock.com

### Thomas Wybieriek

+49 511 361 2337

thomas.wybieriek@nordlb.de

## Executive Summary

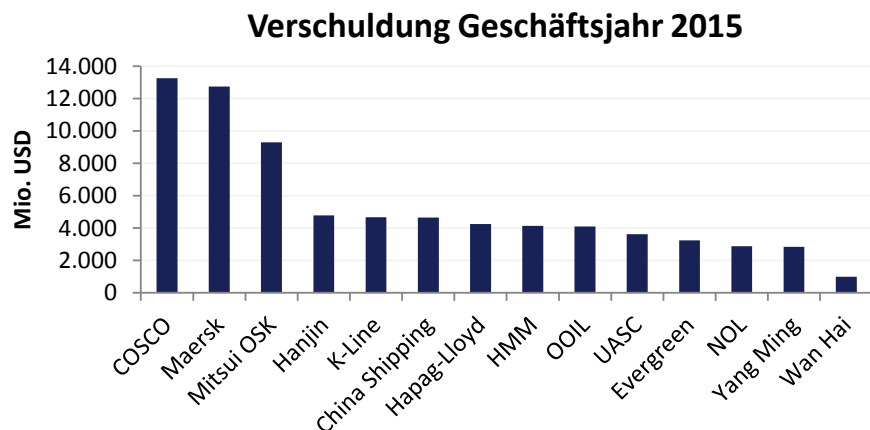
- Die anhaltende Schiffskrise hat ein prominentes Opfer gefordert. Hanjin (Shipping) hat per 30. August 2016 Insolvenz angemeldet, nachdem mit den kreditgebenden Banken keine Einigung erzielt werden konnte. Hanjin ist neben HMM die größere der beiden koreanischen Reedereien, deren Finanzprobleme bereits seit längerem bekannt waren.
- Nach verfügbaren Container-Kapazitäten lag das Unternehmen auf Rang 7 der Top-Liner. Bisher war Hanjin Mitglied der CKYHE-Alliance. Im Rahmen der durch den anhaltenden Wettbewerbsdruck ausgelösten Neustrukturierung im Containersektor sollte die Reederei der neuen „THE Alliance“ beitreten.
- Die Hanjin-Container-Flotte umfasste zum Zeitpunkt der Insolvenzmitteilung 97 Schiffe unterschiedlicher Ladekapazität. Mehrheitlich ist die Tonnage gechartert (ca. 61% der gelisteten Carrier). Somit ist der Kollaps der Koreaner speziell für den Chartermarkt negativ zu werten.
- Die Altersstruktur der Hanjin-Container-Flotte lässt keine Hoffnung auf eine Marktbereinigung zu. 78% der eingesetzten Schiffe sind nach 2006 gebaut worden. Deren Anteil macht 84% der Container-Kapazitäten des Unternehmens aus.
- Da Hanjin auch keine offenen Neubaufträge besitzt, wird sich der weltweite Orderbestand nicht durch Abbestellungen verändern.
- Aufgrund der Größe und Positionierung am Weltmarkt dürften sich hingegen kurzfristig Verwerfungen in den Services ergeben. Hanjin unterhält 60 Services mit Anläufen in 35 Ländern, wobei insgesamt 90 Häfen betroffen sind. In allen North Europe Services wird z.B. Hamburg angelaufen.
- Spekulativ sind zum derzeitigen Zeitpunkt alle Überlegungen von einer Übernahme durch HMM oder andere Global Player. Unter dem unverändert harten Wettbewerbsumfeld leiden derzeit alle Liner. Dies spiegelt sich auch in den jüngst berichteten Unternehmenszahlen wider.
- Für den Containersektor sind u.E. allenfalls vorübergehend Windfall-Profits zu erwarten. In den nächsten Monaten bleibt die Marktsituation unverändert angespannt und könnte sich sogar nochmals verschärfen, da kaum Nachfrageimpulse erkennbar sind.

## Verschuldungs- vs. Ertragssituation der Liner

### Verschuldung als zusätzliche Belastung im Krisenumfeld

Die absoluten Verschuldungszahlen der Liner-Companies sind zunächst im Kontext mit der Größe und dem jeweiligen Geschäft zu sehen. Maersk ist hier mit seiner Diversifikation der Geschäftsfelder ein gutes Beispiel. Deutlich kritischer ist die Situation bei rein auf ein Geschäftsfeld fokussierten Unternehmen zu werten. Der aktuelle Problemfall in Korea ist zunächst insofern erstaunlich, da Hanjiin (Shipping) Teil der Holding Hanjin Group ist. Allerdings scheint dort das Container-Geschäft als eine Art „Fass ohne Boden“ zu gelten<sup>1</sup>, in das nicht zu Lasten gesunder Geschäftsfelder weiter investiert werden soll. Bei Hanjin (Shipping) summierte sich im Jahresabschluss 2015 die Verschuldung auf 5,6 Trillionen KWN (ca. 4,8 Mrd. USD). Bei der anderen koreanischen Reederei, HMM war die entsprechende Position mit 4,85 Trillion KWN (ca. 4,1 Mrd. USD) nur geringfügig niedriger.

### Verschuldung der Liner unterschiedlich ausgeprägt



Quelle: Bloomberg, Unternehmensangaben, NORD/LB Sector Research

Problematischer ist dabei, dass die Ertragssituation sich weiter verschlechtert hat, da sich der Markt nicht erholt. Im Verlauf des Jahres 2015 kam der Containersektor sogar weiter unter Druck. Fracht- und Charterraten brachen nach kurzer Erholung erneut ein. Die Entwicklung der Ertragsseite wies dementsprechend überwiegend Rückgänge der Ertragsseite auf.

### Operating Profit 2015 überwiegend verringert

Zwar sind vereinzelt Sondereffekte wie bei Hapag-Lloyd, die speziell vor dem Börsengang 2015 im Vorjahr noch Rückstellungen verbuchten, zu berücksichtigen, insgesamt gingen die Erträge jedoch in der Breite zurück. Dabei liefen positive Kosteneffekte durch geringe Bunkerpreise ins Leere. Bei Hanjin gingen die operativen Erträge 2015 um 13% zurück. Bei HMM stieg der operative Verlust sogar um 87% im Vergleich zum Vorjahr.

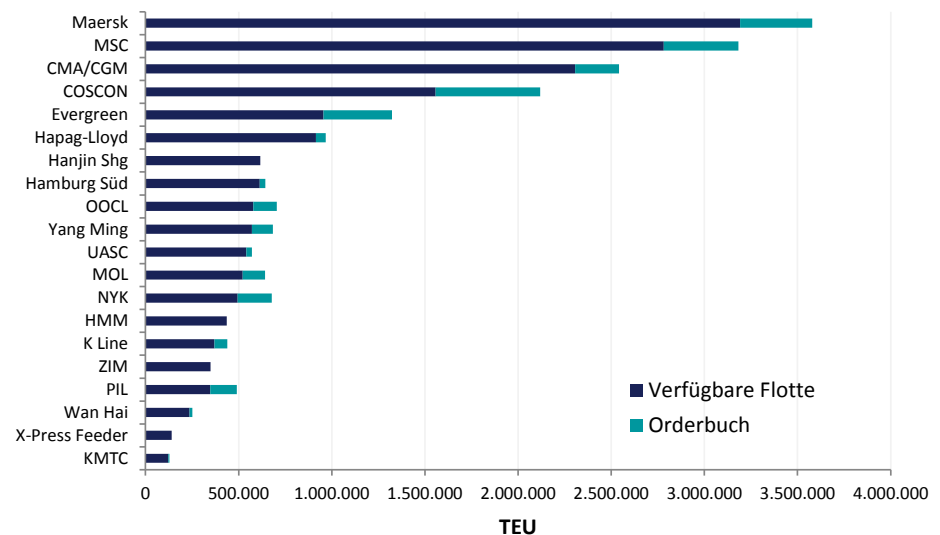
<sup>1</sup> Vgl. Bloomberg „Korea’s Hanjin Hanjin Shipping Becomes Symbol of Industry in Pain (30.08.16)“

## Größe offenbar kein Allheilmittel – Hanjin läuft auf Grund

**Hanjin unter den Top 10 positioniert.**

Mit Hanjin ist erstmals eine namhafte Branchengröße auf Grund gelaufen. Der Koreanische Liner ist mit über 600.000 TEU an verfügbarer Ladekapazität im Top-Liner-Ranking an Position Nr. 7 gelistet.

### Top 20 Liner nach TEU-Kapazitäten



Quelle: Alphaliner, NORD/LB Sector Research

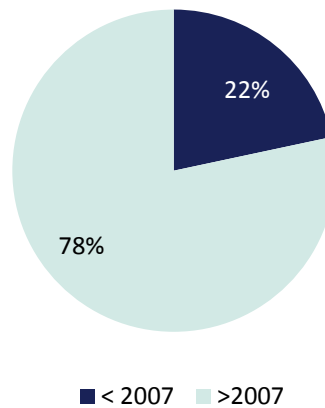
**Keine offenen Aufträge, keine ULCS in der Pipeline**

Allerdings hat Hanjin wie die ebenfalls angeschlagenen HMM und ZIM im Gegensatz zu den Mitwettbewerbern keine offenen Aufträge für Schiffsneubauten mehr. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund zu bewerten, dass das Unternehmen somit auch nicht zu dem Kreis derjenigen gehörte, die neue 18.000+ TEU Schiffe in Auftrag gegeben haben. Diese spielen u.E. speziell bei der Zusammensetzung der neuen Allianzen eine gewichtige Rolle.

## Hanjin-Flotte – unattraktive Zusammensetzung

**Hanjin-Flotte mit Schwerpunkt im Panamax / Neopanamax-Bereich unterhalb 10.000 TEU**

Ein Blick auf die Flottenverteilung von Hanjin Shipping verdeutlicht ein Dilemma. Mit einem geringen Feederanteil von nur 5% verfügt das koreanische Unternehmen schwerpunktmäßig über Schiffsgrößen zwischen 3.000 TEU und 7.500 TEU. Allein 46% der Schiffe bzw. 38% der Kapazität liegen auf diesem Subsegment. Speziell in den Panamax-Größen (3.000 TEU bis 5.300 TEU) waren in jüngster Vergangenheit die Ratenniveaus jedoch deutlich unter Druck. Auf die Kategorie 7.500 TEU bis 10.000 TEU entfallen bei Hanjin weitere 22% bzw. 33% an Ladevolumina. Die restlichen 12% der Hanjin-Flotte bestehen aus Großcontainerschiffen mit Kapazitäten zwischen 10.000 TEU und 13.000 TEU. Offensichtlich ist die verfügbare Schiffstonnage auch so unattraktiv, dass eine Übernahme durch einen anderen Top-Liner nicht angedacht wurde. Außer einem Zusammenschluss der beiden national Players HMM und Hanjin waren im Markt zumindest bisher keine Gedankenspiele bekannt.

**Flotte relativ jung****Altersstruktur Hanjin-Flotte**

Quelle: Clarkson, NORD/LB Sector Research

**Volumenseitige Marktber-  
einigung unwahrscheinlich**

Zwar ist die Hanjin-Flotte aus unserer Sicht in Bezug auf die vorhandenen Schiffsgrößen unattraktiv. Von einer überalterten Flotte kann allerdings keine Rede sein. 21 der 97 Schiffe sind vor 2007 vom Stapel gelaufen (22%). Kapazitätsseitig sind das sogar nur 15% der verfügbaren TEU, da es sich überwiegend um kleinere Schiffe handelt. 85% der Volumina sind auf 78% der Flotte verteilt, welche in den vergangenen zehn Jahren gebaut wurden. Dementsprechend ist eine Marktber- einigung durch Abwrackung im Rahmen der Insolvenzaktivitäten bei Hanjin unwahrscheinlich. Die Tonnage wird u.E. überwiegend zunächst weiter im Markt bleiben.

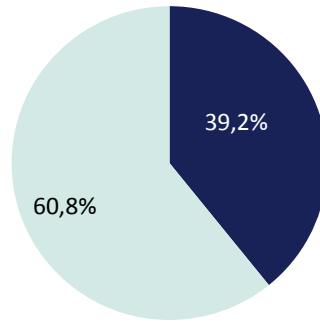
**Chartermarkt – Hanjin Insolvenz belastet****77% der Charterflotte von  
fünf Unternehmen  
gechartert**

Mit einem Charter-Anteil von ca. 61% stellt Hanjin zwar keinen Ausreißer unter den Top-Linern dar, verfügt aber vergleichsweise über einen relativ geringen Flottenbestand im Eigenbesitz. Dieser hohe Anteil muss aus Linersicht kein Nachteil sein, insbesondere in einem Umfeld mit sehr niedrigen Charter- raten. Es belastet jedoch den ohnehin stark unter Druck stehenden Charter- markt. Die Hanjin-Insolvenz ist für diesen Markt äußerst negativ. Ob die aus- stehenden Raten bezahlt werden ist fraglich. Zudem sind Anschlussverträge kaum zu erwarten. Zum Zeitpunkt der Bekanntgabe des Insolvenzantrages Ende August 2016 waren 59 Schiffe von Hanjin eingechartert<sup>2</sup>. Davon entfal- len etwas mehr als drei Viertel der Tonnage auf nur fünf Unternehmen. Neben Ciner (10,5%), NSB (12,0%) sowie Danaos (13,7%) sind Peter Döhle (19,0,%) und Seaspan (21,6%) am stärksten betroffen. Die restlichen 23,6% verteilen sich auf 54 weitere Unternehmen. Nennenswerte Größen sind da- runter noch HI Investments mit 5,7%, Rickmers Reederei mit 3,7% und San- toku Shipping mit 2,9%.

<sup>2</sup> Quelle: Clarkson World Fleet Register per 31.08.2016.

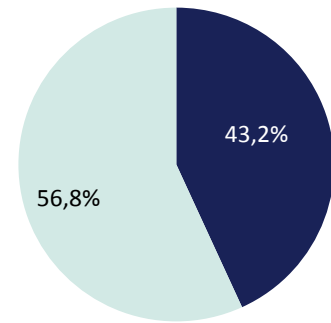
**Anteile eingecharterter Tonnage hoch**

**Verteilung Vessels**



■ owned ■ chartered

**Verteilung TEU**



■ owned ■ chartered

Quelle: Clarkson, NORD/LB Sector Research

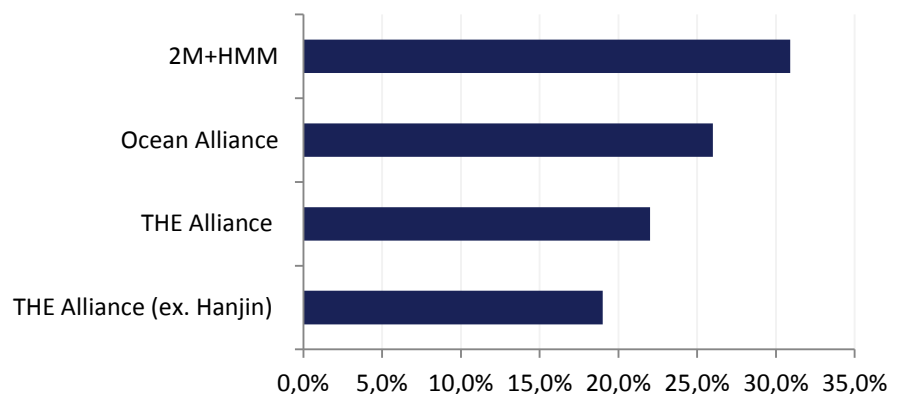
**Allianzen – „THE Alliance“ verliert Partner**

**Auswirkung auf Allianzen kurzfristig zunächst noch unklar**

Bisher in der CKYHE-Allianz engagiert, sollte Hanjin eigentlich der neu gegründeten „The Alliance“<sup>3</sup> angehören. In Bezug auf die Auswirkungen auf die „The Alliance“ wiegeln die Beteiligten derzeit ab. Die neue Struktur wird erst ab April 2017 greifen. Dementsprechend ist das Zeitfenster noch groß genug, für Anpassungen. Allerdings sehen Marktteilnehmer die Allianzen als ein „Game of Scale“. Dabei spielt der gewichtige Ausfall eines Partners durchaus eine Rolle<sup>4</sup>. Insofern ist die Frage offen, wer Hanjin ab April 2017 ersetzt. Zunächst profitieren könnten HMM, welche direktes Geschäft aus dem Kernland Korea übernehmen kann. Jedoch kämpft das Unternehmen auch mit finanziellen Schwierigkeiten. Vorteilhaft könnte sich hingegen auswirken, dass die 2M-Allianz (Maersk / MSC) bereits mit HMM über gemeinsame Services verhandelt hat. Da die bisherigen Allianzen noch nicht aufgelöst sind, belastet der Hanjin-Kollaps vorrangig aktuell die CKYHE.

**Hanjin-Wegfall reduziert Marktanteil der „THE Alliance“**

**Marktanteile der neuen Liner-Allianzen**



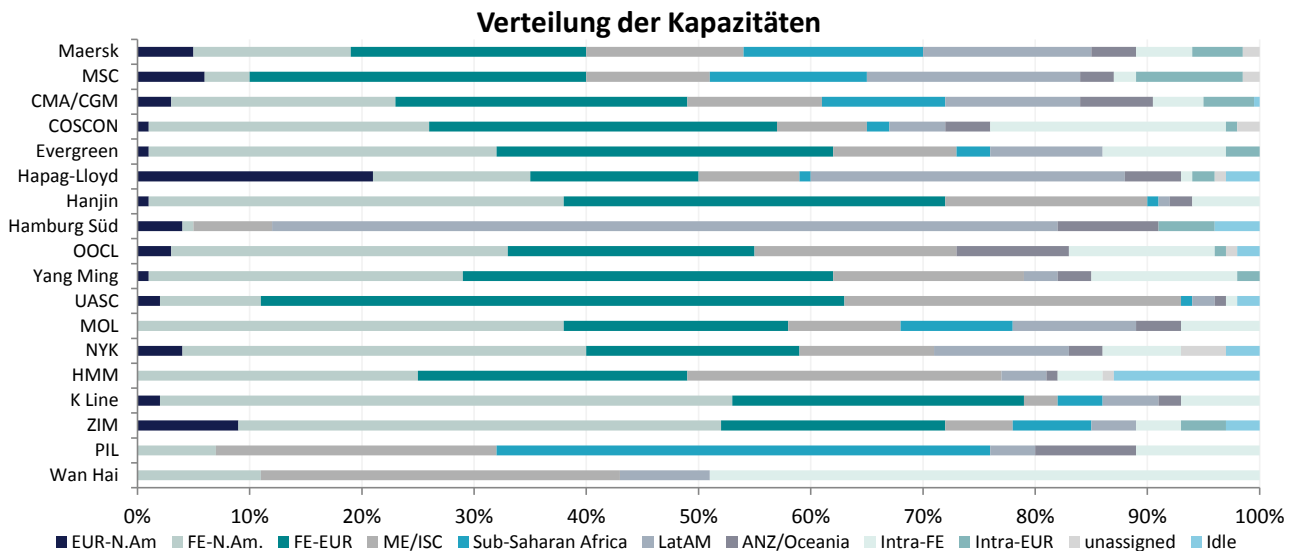
Quelle: Alphaliner, NORD/LB Sector Research

<sup>3</sup> Die „The Alliance“ wurde als Antwort auf die neue Ocean Alliance bestehend aus CMA/CGM nach dem APL-Merger, COSCO/CSCL, Evergreen und OOCL gegründet. Federführend war Hapag-Lloyd, das nach CSAV auch UASC übernahm. Weitere Mitglieder sind K-Line, Mitsui OSK, NYK und Yang Ming

<sup>4</sup> Vgl. Lloyds List „NYK and Hapag-Lloyd say Hanjin turmoil will have limited impact on „The Alliance““ (01.09.2016)

**Folgen für die „The Alliance“**

Hanjins aktueller Anteil am Gesamtmarkt wird auf 3%<sup>5</sup> beziffert. Die Koreaer eingeschlossen kommt die „THE Alliance“ nach dem Merger von Hapag-Lloyd und UASC auf einen Gesamtmarktanteil von 22,0%. Dem stehen die neue Ocean Alliance mit ca. 26,0% sowie die 2M (HMM eingerechnet) mit ca. 30,9% gegenüber. Fällt Hanjin als Partner komplett weg, hätte die „THE Alliance“ einen deutlich Rückstand von 7% Marktanteil auf die Ocean Alliance sowie ca. 12% auf die Marktführer-Allianz 2M. Unter den Top-Linern bleiben kaum Alternativen. Die Marktanteile von ZIM, PIL und Wan Hai liegen unterhalb von 2%. Verbleibt noch Hamburg SÜD, deren Marktanteil zwar mit 3% dem von Hanjin entspricht, die Fokussierung der Reederei des Oetker Konzerns auf die Nord-Süd-Verbindungen ist jedoch ein deutliches Hindernis. Hanjin ist auf der Verbindung mit nur 1% seiner Kapazitäten de facto nicht vertreten. Bei Hamburg Süd zeigt der Kapazitätsanteil von 70% die Bedeutung der Routen. Hapag-Lloyds Lateinamerika-spezifische Kapazität liegt bereits bei ca. 28%. Hamburg Süd wäre rein aus Sicht der Verteilung der Kapazitäten auf die Fahrtgebiete mit dieser Fokussierung u.E. eher ein Kandidat für die Ocean Alliance.



Quelle: Alphaliner, NORD/LB Sector Research

**Hanjin unterhält 60 Services, Lieferkette kollabiert**

Hanjin unterhält laut eigenen Angaben<sup>6</sup> 60 Services mit Anläufen in 35 Ländern. 90 Häfen sind dabei betroffen. In allen North Europe Services wird u.a. Hamburg angelaufen. Hanjin hat in Hamburger Hafen seine Europazentrale. Nach Bekanntwerden der Insolvenz kam es zu deutlichen Verwerfungen. Terminalbetreiber fertigen Hanjin-Container nicht ab bzw. geben die Boxen nur noch gegen Kostenübernahme frei. Um den Zugriff der Gläubiger zu erschweren, liefen die Schiffe von Hanjin zum Teil keine Häfen an<sup>7</sup>. Sofern die Schiffe bereits im Hafen sind, ergibt sich aber ein Folgeproblem. Die Anlaufplätze in den Terminals sind blockiert. Vorerst dürften die Abfertigungsverzögerungen sicherlich anhalten. Mittlerweile hat Hanjin auch in den US Gläubigerschutz beantragt, um das Arrestieren von Schiffen zu verhindern<sup>8</sup>.

**Gläubigerschutz beantragt**

<sup>5</sup> Quelle: Alphaliner Monthly Monitor August 2016

<sup>6</sup> Quelle: Hanjin Container/Service Network

<sup>7</sup> Vgl. IloydsList „Hanjin Shipping takes action to protect ships from creditors“ (01.09.2016)

<sup>8</sup> Vgl. WSJ (04.09.16) “South Korea’s Hanjin Shipping Files for U.S. Bankruptcy Protection”

## Fazit – Ein Wettbewerber aus dem Markt, aber kaum Tonnage

Mit dem koreanischen Liner hat die seit 2008 anhaltende Schiffskrise nun ein erstes namhaftes Opfer gefordert. Bisher war die Konsolidierung nur über Übernahmen und Zusammenschlüsse vorangetrieben worden. Die Insolvenz von Hanjin (Shipping) hat vielfältige Auswirkungen auf den Sektor. Derzeit kommt es speziell in den Häfen zu spürbaren Verwerfungen. Schiffe sollen bzw. wollen nicht einlaufen und Abfertigungen erfolgen nur unter Bedingungen. Was mit Hanjin in Zukunft passiert, ist noch unklar. Hanjin versucht derzeit über den Antrag auf US-Gläubigerschutz den Zugriff auf die Schiffe zu verhindern. Zunächst rechnen wir mit Rückgabe der gecharterten Tonnage, was den Chartermarkt zusätzlich belasten wird. Insbesondere die fünf Partner von Hanjin, die über größere Hanjin-Exposures verfügen, sind betroffen. Die von Hanjin gecharterte Flotte umfasst zu 56% Schiffe bis 5.300 TEU. Weitere 31% betreffen die Schiffsklassen zwischen 5.300 TEU und 10.000 TEU. Zwar ist mit Hanjin auf den ersten Blick ein Wettbewerber im hart umkämpften Containersektor aus dem Rennen. Da die Flotte aber ein eher geringes Alter aufweist, wird der Markt tonnageseitig keine wesentliche Entlastung erfahren. Die Hanjin-Schiffe werden sicherlich größtenteils weiterfahren. Spekulativ sind zum derzeitigen Zeitpunkt u.E. alle Überlegungen von einer Übernahme durch HMM oder andere Player. HMM hat beispielsweise genügend eigene Finanzprobleme. Unter dem unverändert harten Wettbewerbsumfeld leiden zudem alle Marktteilnehmer. Dies spiegelt sich in den jüngst berichteten Unternehmenszahlen wider.

Für den Containersektor sind u.E. somit allenfalls vorübergehend Windfall-Profits zu erwarten. Zwar sind die Frachtraten Anfang September deutlich gestiegen. Hauptgrund ist dabei aber die neue Ratenerhöhungsrunde der Liner per Monatsanfang (September). Nur in geringem Maße dürften hier die Ausfälle von Hanjin eine Rolle gespielt haben.

In den nächsten Monaten bleibt die Marktsituation unverändert angespannt und könnte sich sogar nochmals verschärfen, da kaum Nachfrageimpulse erkennbar sind.

## Ansprechpartner in der NORD/LB

### Sector Research

<b>Dr. Martina Noß</b>	Aviation/Head of Sector Research	+49 (511) 361-8701	martina.noss@nordlb.de
<b>Daniel Weiss</b>	Aviation	+49 (511) 361-9526	daniel.weiss@nordlb.de
<b>Sylvia Beuing</b>	Real Estate	+49 (511) 361-6391	sylvia.beuing@nordlb.de
<b>Thomas Wybierek</b>	Shipping (Autor der Studie)	+49 (511) 361-2337	thomas.wybierek@nordlb.de
<b>Dennis Dasselaar</b>	Shipping	+49 (511) 361-6845	dennis.dasselaar@nordlb.de
<b>Martin Kerl</b>	Support/Design	+49 (511) 361-8449	martin.kerl@nordlb.de

### Capital Markets / Kredit Asset Management

<b>Christoph Schellkes</b>	Head of Kredit Asset Management	+49 (511) 361-6309	christoph.schellkes@nordlb.de
----------------------------	---------------------------------	--------------------	-------------------------------

### Schiffsfinanzierungen

<b>Oliver Faak</b>	Global Head of Ship-/Aircraft-Fin.	+49 (511) 361-2214	oliver.faak@nordlb.de
<b>Tobias Zehnter</b>	Global Head of Ship Finance	+49 (511) 361-2826	tobias.zehnter@nordlb.de
<b>Alexander Viets</b>	Head of Ship Fin. Origination I	+49 (511) 361-6569	alexander.viets@nordlb.de
<b>Claudia Herrmann</b>	Head of Ship Fin. Origination II	+49 (511) 361-2725	claudia.herrmann@nordlb.de
<b>Sebastian Schubert</b>	Head of Ship Fin Portfoliomgt. I	+49 (511) 361-6570	sebastian.schubert@nordlb.de
<b>Steffen Blomberg</b>	Head of Ship Fin Portfoliomgt. II	+49 (511) 361-5202	steffen.blomberg@nordlb.de
<b>Florian Wipke</b>	Head of Ship Fin Portfoliomgt. III	+49 (511) 361-6571	florian.wipke@nordlb.de
<b>Aaron Sen</b>	Head of Ship Finance Asia Pacific Shipfinance Department	+65 6420 3890	aaron.sen@nordlb.de shipping@nordlb.de

### Financial Markets Sales

<b>Sales Zins- u. Flowprodukte</b>	+49 (511) 9818-9440	<b>Sales RM Öff. KD, Bund, Länder</b>	+49 (511) 9818-4420
<b>Sales MM/FX</b>	+49 (511) 9818-9460	<b>Sales RM Vers., AM, KAG</b>	+49 (511) 9818-5553

### Corporate Sales

<b>Sales Schiffe / Flugzeuge</b>	+49 (511) 9818-8150	<b>Sales Firmenkunden</b>	+49 (511) 9818-4003
<b>Sales Immobilien</b>	+49 (511) 9818-8150	<b>Corporate Sales FX/MM</b>	+49 (511) 9818-4006
<b>Sales Strukt. Finanzierung</b>	+49 (511) 9818-8150		

### Structured Products / Fixed Income Sales Europe

<b>Laurence Payet</b>	Sales Europe	+352 452211-514	laurence.payet@nordlb.lu
-----------------------	--------------	-----------------	--------------------------

### Weitere Ansprechpartner

<b>Origination Fin. Inst</b>	+49 (511) 361-6600	<b>Origination Corp.</b>	+49 (511) 361-4590
------------------------------	--------------------	--------------------------	--------------------



## Wichtige Hinweise

Die vorstehende Studie ist erstellt worden von der NORDDEUTSCHEN LANDESBANK GIROZENTRALE („NORD/LB“). Die für die NORD/LB zuständigen Aufsichtsbehörden sind die Europäische Zentralbank, Kaiserstraße 29, D-60311 Frankfurt am Main, und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Str. 108, D-53117 Bonn und Marie-Curie-Str. 24-28, D-60439 Frankfurt am Main.

Diese Studie und die hierin enthaltenen Informationen wurden ausschließlich zu Informationszwecken erstellt und werden ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Es ist nicht beabsichtigt, dass die Studie einen Anreiz für Investitionstätigkeiten darstellt. Sie wird für die persönliche Information des Empfängers mit dem ausdrücklichen, durch den Empfänger anerkannten Verständnis bereitgestellt, dass sie kein direktes oder indirektes Angebot, keine Empfehlung, keine Aufforderung zum Kauf, Halten oder Verkauf sowie keine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten und keine Maßnahme, durch die Finanzinstrumente angeboten oder verkauft werden könnten, darstellt.

Alle hierin enthaltenen tatsächlichen Angaben, Informationen und getroffenen Aussagen sind Quellen entnommen, die von uns für zuverlässig erachtet wurden. Da insoweit allerdings keine neutrale Überprüfung dieser Quellen vorgenommen wird, können wir keine Gewähr oder Verantwortung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen übernehmen. Die aufgrund dieser Quellen in der vorstehenden Studie geäußerten Meinungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile unserer Analysten dar. Veränderungen der Prämissen können einen erheblichen Einfluss auf die dargestellten Entwicklungen haben. Weder die NORD/LB, noch ihre Organe oder Mitarbeiter können für die Richtigkeit, Angemessenheit und Vollständigkeit der Informationen oder für einen Renditeverlust, indirekte Schäden, Folge- oder sonstige Schäden, die Personen entstehen, die auf die Informationen, Aussagen oder Meinungen in dieser Studie vertrauen (unabhängig davon, ob diese Verluste durch Fahrlässigkeit dieser Personen oder auf andere Weise entstanden sind), die Gewähr, Verantwortung oder Haftung übernehmen.

Die vorstehenden Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser Unterlagen und können sich jederzeit ändern, ohne dass dies notwendig angekündigt oder publiziert wird. Eine Garantie für die fortgeltende Richtigkeit der Angaben wird nicht gegeben.

Diese Studie stellt keine Anlage-, Rechts-, Bilanzierungs- oder Steuerberatung sowie keine Zusicherung dar, dass ein Investment oder eine Strategie für die individuellen Verhältnisse des Empfängers geeignet oder angemessen ist, und kein Teil dieser Studie stellt eine persönliche Empfehlung an einen Empfänger der Studie dar. Jeder Empfänger sollte, bevor er eine Anlageentscheidung trifft, im Hinblick auf die Angemessenheit von Investitionen in Finanzinstrumente oder Anlagestrategien, die Gegenstand dieser Studie sind, sowie für weitere und aktuellere Informationen im Hinblick auf bestimmte Anlagemöglichkeiten sowie für eine individuelle Anlageberatung einen unabhängigen Anlageberater konsultieren.

Die Weitergabe dieser Studie an Dritte sowie die Erstellung von Kopien, ein Nachdruck oder sonstige Reproduktion des Inhalts oder von Teilen dieser Studie ist nur mit unserer vorherigen schriftlichen Genehmigung zulässig.

### Redaktionsschluss

5. September 2016