



## Researchstudie (Anno)

### UmweltBank AG



**Weiterer Anstieg des Geschäftsvolumens erreicht  
Weitere Verbesserung des Ertragsniveaus erwartet  
EK-Quote und Kosten-Niveau deutlich besser als im Branchen-  
vergleich**

**Kursziel: 20,73 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 17

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

## UmweltBank AG\*5a;7;11

### KAUFEN

Kursziel: 20,73 €  
(bisher: 18,21 €)

aktueller Kurs: 17,65 €  
13.07.21 / XETRA / 11:04 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005570808  
WKN: 557080  
Börsenkürzel: UBKG  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 31,01  
Marketcap<sup>3</sup>: 547,33  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 85 %

Transparenzlevel:  
Freiverkehr  
Marktsegment:  
m:access  
Rechnungslegung:  
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

### Unternehmensprofil

Branche: Finanzdienstleistungen

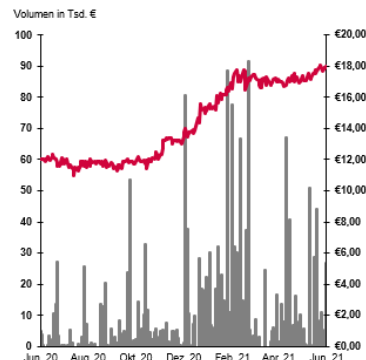
Fokus: ökologische Geldanlagen, Finanzierung  
umweltfreundlicher Projekte

Mitarbeiter: 250 (31.12.2020)

Gründung: 1997

Firmensitz: Nürnberg

Vorstand: Goran Bašić, Jürgen Koppmann



Die UmweltBank AG steht für Bankgeschäfte mit ökologischer und sozialer Verantwortung. Sie bietet Anlegern transparente ökologische Geldanlagen an und fördert deutschlandweit Privatpersonen und gewerbliche Kunden durch die Finanzierung umweltfreundlicher Projekte. Mit dem ausschließlichen Angebot einer grünen Produktpalette setzt die UmweltBank AG die ökologische Ausrichtung konsequent um. Neben dem klassischen Sparkonto bietet die Gesellschaft unter anderem grüne Fondsprodukte an, geht ökologische Beteiligungen ein, bietet ökologische Versicherungen an und finanziert grüne Projekte. Dabei fungiert die UmweltBank AG als Direktbank, ohne das klassische Filialgeschäft. Seit Gründung in 1997 wurden über 23.800 Kreditprojekte gefördert. Ende 2020 standen Umweltkredite (inkl. offene Zusagen) im Gesamtvolumen von 3,5 Mrd. Euro zu Buche. Der Großteil des Kreditvolumens besteht aus Sonnenenergiefinanzierungen, Wohnimmobilien und Windkraftprojekten.

GuV in Mio. €	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Zinserträge	69,08	74,69	77,68	80,01
Zinsergebnis	52,10	56,82	59,34	61,63
Übrige Erträge	15,15	11,98	12,03	11,99
Jahresüberschuss	26,50	26,48	27,83	28,95

### Kennzahlen in EUR

EPS	0,85	0,85	0,90	0,93
Dividende je Aktie	0,33	0,33	0,35	0,35

### Bilanzkennzahlen in Mio. €

Kundeneinlagen	2.694,11	2.855,76	2.969,99	3.059,09
Kreditvolumen	2.792,66	2.960,22	3.078,63	3.170,99
Gesamtkapital	408,40	424,65	441,63	459,73
Kapitalrentabilität (vor Steuern)	13,0%	12,6%	12,6%	12,4%
Cost-Income-Ratio	43,5%	43,1%	42,4%	41,9%

### Finanztermine

02.08.2021: Halbjahreszahlen 2021

07.12.2021: MKK

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

15.02.2021: RS / 18,21 / KAUFEN

03.09.2020: RS / 14,50 / KAUFEN

10.06.2020: RS / 14,50 / KAUFEN

09.12.2019: RS / 14,30 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

## EXECUTIVE SUMMARY

- Trotz Corona-Krise hat die UmweltBank AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 ihr Geschäftsvolumen weiter ausgebaut. Insbesondere die hohe Nachfrage nach Immobilien- und privaten Finanzierungen hatte zu einem spürbaren Anstieg des ausstehenden Kreditvolumens auf 2.792,66 Mio. € (31.12.20: 2.566,62 Mio. €) geführt. Auf dieser Basis bleiben die Zinserträge mit 69,08 Mio. € (VJ: 70,98 Mio. €) leicht unterhalb des Vorjahreswertes, was als ein Beleg für die weiter rückläufige Kreditverzinsung zu sehen ist. Nach unseren Berechnungen lag diese in 2020 bei 1,5 % (VJ: 1,8 %).
- Da die UmweltBank AG in 2020 auch bei der Refinanzierung von einem weiter rückläufigen Zinsumfeld profitieren konnte, verbesserte sich das Zinsergebnis auf 52,10 Mio. € (VJ: 51,00 Mio. €). Die rückläufigen Refinanzierungskosten stammen sowohl aus dem Bereich der Kundeneinlagen, in denen sogar ab einem gewissen Einlagenvolumen ein Verwarentgelt verlangt wurde, als auch aus der verstärkten Aufnahme von Bankkrediten im Rahmen des EZB-Finanzierungsprogramms.
- Dem Gesamtertragsanstieg stehen erhöhte Aufwendungen im Zusammenhang mit dem fortgesetzten Personalausbau sowie aus höheren IT- und Beratungsaufwendungen gegenüber. Unseren Berechnungen zur Folge weist die UmweltBank AG damit eine im Vergleich zum Vorjahr gesteigerte Cost-Income-Ratio von 43,5 % (VJ: 40,0 %) auf. Da aber das Kreditinstitut kein kostspieliges Filialnetz betreibt oder keine kostspieligen Produkte, wie etwa Girokonten oder Konten für den gewöhnlichen Zahlungsverkehr anbietet, liegt die Cost-Income-Ratio im Branchenvergleich nach wie vor sehr niedrig. Vor Zuführung zum Fonds für allgemeine Bankrisiken hat die UmweltBank AG mit 37,85 Mio. € (VJ: 37,61 Mio. €) ein Vorsteuerergebnis auf Vorjahresniveau erreicht. Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2019 hatte das Management hier noch eine leicht rückläufige Entwicklung in Aussicht gestellt, so dass sowohl die Guidance als auch unsere Erwartungen (bisherige GBC-Prognose: 35,67 Mio. €) leicht übertroffen wurde.
- Gemäß UmweltBank-Management soll im laufenden Geschäftsjahr 2021, bei einer weiter rückläufigen Zinsmarge, der absolute Zinsüberschuss gesteigert werden. Zudem soll der Aufbau der Vermögensverwaltung sowie der Ausbau des Emissionsgeschäftes zu einem höheren Provisions- und Handelsergebnis führen, so dass in Summe die Gesamterträge steigen sollten. Da auch für das laufende Geschäftsjahr mit höheren Personalaufwendungen sowie höheren IT-Investitionen gerechnet wird, sollte das Vorsteuerergebnis auf dem Niveau des Vorjahres liegen.
- Wir rechnen für das laufende Geschäftsjahr, analog zur Unternehmens-Guidance, mit einem Anstieg der Zinserträge und des Zinsergebnisses. Die weiteren Erträge (Provisionserträge, Beteiligungserträge, Erträge aus dem Handelsgeschäft) sollten ebenfalls ansteigen. Wir rechnen für das laufende Geschäftsjahr 2021 mit einem Vorsteuerergebnis (vor Zuführung zum Fonds für Bankrisiken) in Höhe von 38,95 Mio. €. Im Zuge der leichten Ertragssteigerungen sollte dieses in den kommenden Geschäftsjahren auf 40,93 Mio. € (2022e) respektive 42,57 Mio. € (2023e) ansteigen.
- Im Rahmen des angepassten Residualeinkommensmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 20,73 € (bisher: 18,21 €) ermittelt. Die Kurszielsteigerung ergibt sich in erster Linie aus der Reduktion der Eigenkapitalkosten auf 3,06 % (bisher: 3,32 %), als Folge des niedrigeren, aus dem Markt hergeleiteten unternehmensspezifischen Betas. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Ökologischer Kerngedanke.....	4
Produktpalette.....	4
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>6</b>
Allgemeines Zinsumfeld.....	6
Entwicklung der wichtigsten Kreditabnehmerbranchen.....	6
<b>Geschäftsentwicklung 2020.....</b>	<b>8</b>
Einkommensentwicklung 2020.....	8
Kosten und Ergebnisentwicklung 2020 .....	9
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2020 .....	11
<b>Prognose und Bewertung .....</b>	<b>13</b>
Bewertung.....	15
Bestimmung der Kapitalkosten.....	15
Bewertungsmodell und Bewertungsergebnis .....	16
<b>Anhang .....</b>	<b>17</b>

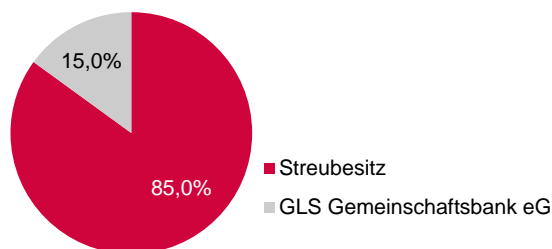
## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

#### Anteilseigner zum 31.12.2020

GLS Gemeinschaftsbank eG	15 %
Streubesitz	85 %

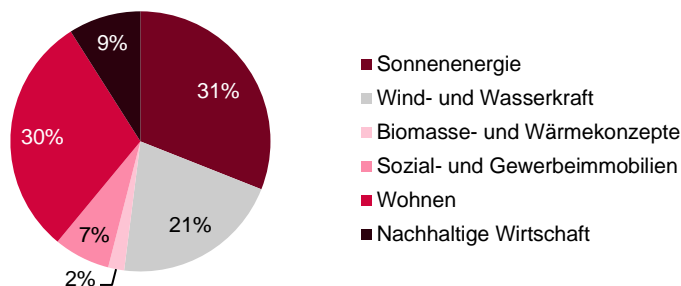
Quelle: UmweltBank AG; GBC AG



### Ökologischer Kerngedanke

Die UmweltBank AG hat den ökologischen Aspekt ihrer Geschäftstätigkeit als, nach eigenen Angaben, einzige Bank in Deutschland in der Satzung verankert. Die Schwerpunkte der Umweltbank liegen in den Bereichen Sonnenenergie, Wind- und Wasserkraft sowie Niedrigenergiebauweise. Dabei investiert die UmweltBank AG ausschließlich in nachhaltige Projekte und alle den Kunden angebotenen Drittprodukte müssen ökologisch oder sozial orientiert sein. Dementsprechend spielen beispielsweise bei der Kreditentscheidung sowohl ökologische als auch ökonomische Aspekte eine wichtige Rolle, wobei ein selbst entwickeltes UmweltRating zur Anwendung kommt:

### Struktur des Kreditgeschäftes zum 31.12.2020



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Da die Kundeneinlagen vollständig für die Finanzierung und Förderung von Umweltprojekten verwendet werden, wird der von der UmweltBank AG selbst berechnete Umweltgarantie-Deckungsgrad vollumfänglich erfüllt. Dieser besagt, dass das Volumen der vergebenen Kredite, die zu 100 % in die ökologische Finanzierung einfließen, die Kundeneinlagen übertreffen. Dies war in den vergangenen Geschäftsjahren stets der Fall.

### Produktpalette

Der Bereich **Anlegen & Vorsorgen**, in dem die Spar-, Investitions- und Versicherungsprodukte der UmweltBank AG gebündelt sind, stellt die Mittelherkunft für die Finanzierungsseite dar. Besonders im Vordergrund steht die Tagesgeldeinlage auf dem UmweltFlexkonto. Die täglich fälligen Einlagen belaufen sich auf 1.552,35 Mio. €. Ergänzend zu diesem flexibel verfügbaren grünen Tagesgeldkonto bietet die Gesellschaft Spareinlagen an, die per 31.12.2020 ein ausstehendes Volumen in Höhe von 887,19 Mio. € aufweisen. An dritter Position stehen UmweltSparbriefe mit einem ausstehenden Volumen in Höhe von 254,58 Mio. € an. Darüber hinaus können UmweltBank-Kunden Investitionsprodukte wie etwa Umweltfonds oder grüne Anleihen erwerben.

Der **Finanzierungsbereich**, also die Aktivseite des Kreditinstitutes enthält in erster Linie Kredite, die ebenfalls einen ökologischen Zweck erfüllen müssen. Darüber hinaus beziehen Baufinanzierungen auch soziale Aspekte ein und damit stehen etwa Baugemein-

schaften, Mehrgenerationenhäuser, faire Investorenprojekte oder studentisches Wohnen im Fokus der UmweltBank AG. Es werden auch maßgeschneiderte Finanzierungslösungen für Windkraftprojekte (Einzelanlagen, Repowering, Ablösung alter Finanzierungen) und Photovoltaikprojekte (neue Projekte, Finanzierung von Portfolios, Repowering, Ablösung und Neustrukturierung alter Finanzierungen) angeboten. In diesen drei Segmenten verfügt die Beratermannschaft der UmweltBank AG über ein besonders ausgeprägtes Know-How. Hervorzuheben ist dabei der Umstand, wonach die Kredite der UmweltBank AG in der Regel eine umfangreiche Besicherung aufweisen. Zusätzlich zur Grundpfandrechtlichen Besicherung bei den Immobilienfinanzierungen werden beispielsweise Abtretungen der künftigen Einnahmen bei den Projekten als Besicherung herangezogen.

Neben der klassischen Fremdkapitalfinanzierung beteiligt sich die UmweltBank AG über die 100%ige Tochtergesellschaft UmweltProjekt AG satzungskonform an ökologischen und sozialverträglichen Projekten und agiert somit als Eigenkapitalgeber.

Ende 2020 hat die UmweltBank AG mit dem **UmweltWunschcredit** einen neuen nachhaltigen Ratenkredit auf den Markt gebracht, der mit einem möglichen Kreditvolumen von 10.000 € bis 100.000 € private Kleininvestitionen abdecken soll. Dazu gehören ökologische Sanierungen, Tiny Houses, kleine Photovoltaik-Anlagen oder Maßnahmen rund um das Thema Elektromobilität.

Anfang Februar 2020 hat die UmweltBank AG mit dem **UmweltSpektrum Mix** ihren ersten nachhaltigen Mischfonds aufgelegt. Im Fokus dieses Fonds stehen dabei insbesondere nachhaltige Vermögenswerte, gemäß dem in der Satzung der UmweltBank verankerten Nachhaltigkeitsansatz. Bei den Vermögenswerten handelt es sich hauptsächlich um börsennotierte Aktien von Unternehmen, die sich an den 17 Nachhaltigkeitszielen der Vereinten Nationen, den Sustainable Development Goals (SDGs), orientieren. Ende April 2021 belief sich das Fondsvolumen auf 63,8 Mio. € und der Fonds weist eine auf ein Jahr bezogene Wertentwicklung in Höhe von ca. 50 % auf.

## MARKT UND MARKTUMFELD

Die Geschäftsentwicklung der UmweltBank AG hängt in erster Linie vom allgemeinen Zinsumfeld ab, welches sowohl die Kreditvergabebereitschaft als auch die Nachfrage nach Krediten erheblich beeinflusst. Ausgehend von der ausschließlichen Kreditvergabe in den Bereichen Windenergie, Solarenergie und ökologisch-soziales Bauen, ist die UmweltBank AG zudem weiteren speziellen Markteinflüssen ausgesetzt.

### Allgemeines Zinsumfeld

Es ist ein erklärtes Ziel der Europäischen Zentralbank (EZB), die günstigen Finanzierungsbedingungen für Staaten, Unternehmen und Privathaushalte aufrecht zu erhalten. Nachdem der EZB-Hauptrefinanzierungssatz seit Ende 2015 stabil bei 0,0 % liegt, hat die EZB mit Beginn der Corona-Pandemie das Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) verabschiedet. In einem Umfang von maximal 1.850 Mrd. € sollen Anleihen öffentlicher und privater Schuldner erworben werden, mit dem Ziel, mögliche Störungen bei der Kreditvergabe zu vermeiden. Mit dieser Maßnahme wird ersichtlich, dass eine mögliche Abkehr von der Niedrigzinspolitik der EZB weiter ein nicht absehbares Szenario ist. Selbst vor dem Hintergrund der aktuell beobachteten konjunkturellen Erholung und dazugehörigen steigenden Inflationserwartungen, wird von einer Fortsetzung der expansiven Geldpolitik der EZB ausgegangen.

Das aktuell niedrige Zinsumfeld hat dabei eine grundsätzlich positive Auswirkung auf die Kreditnachfrage, wobei sich die Banken zu günstigen Konditionen refinanzieren. Jedoch liegen die Kreditkonditionen auf historisch niedrigem Niveau, so dass die Zinserträge nicht mit den steigenden Kreditvolumina Schritt halten. Demgegenüber liegen für die Kreditinstitute günstige Einlagekonditionen vor. Insgesamt wird sich die Zinsmarge aber weiter auf dem aktuell niedrigen Niveau bewegen.

Nach dem Auslauf der ausgesetzten Insolvenzantragspflicht werden die Warnungen vor einer möglicherweise anstehenden Insolvenzwelle immer lauter. Da aber die UmweltBank AG fast ausschließlich besicherte Kredite vergibt und auch sonst keine klassischen Firmenfinanzierungen vornimmt, sollten sich die negativen Auswirkungen in Grenzen halten.

### Entwicklung der wichtigsten Kreditabnehmerbranchen

Entsprechend der Struktur des Kreditgeschäftes sind die von der UmweltBank AG primär adressierten Branchen die ökologisch geprägten Bereiche Sonnenenergie, Wind- und Wasserkraft sowie die Finanzierung von ökologischen Eigenheimen, Baugemeinschaften sowie Miet- und Gewerbeimmobilien.

#### Ökologischer und sozialer Wohnungsbau

Zum 31.12.2020 sind rund 37% der ausstehenden UmweltBank-Kredite für den Bau von Immobilien, die einen ökologischen und sozialen Aspekt abdecken, vergeben. Als Marktvorgabe für diese Objekte mit spezieller Ausrichtung ist aber der gesamte Immobilienmarkt, hier insbesondere der für die UmweltBank AG stärker im Fokus stehende Wohnimmobilienmarkt, heranzuziehen. Auch wenn es zu kurzfristigen Belastungen im Zuge der Corona-Krise gekommen war, hat sich der Teilbereich Wohnimmobilien besonders krisenresilient gezeigt. Für Investoren ist die grundsätzlich hohe Cashflow-Stabilität bei Wohnimmobilien wichtig, die während der Corona-Pandemie auch durch staatliche Maßnahmen sichergestellt wurde. Vielfach wurde diese Asset-Klasse insbesondere vor dem Hintergrund der zunehmenden Unsicherheit als „Safe Haven“ wahrge-

nommen. Zusätzliche Nachfrageimpulse ergeben sich aus dem weiterhin historisch niedrigen Zinsniveau. Für besicherte, neue Wohnungsbaukredite mit einer anfänglichen Zinsbindung von 10 Jahren wurde im Dezember 2020 ein historisch niedriger Zinssatz von 1,11 % aufgerufen. Anfang 2020 waren diese Kredite mit 1,35 % bepreist, was die Fortsetzung der niedrigen Zinsen auch während der Covid-19-Pandemie illustriert. Die daraus resultierende höhere Nachfrage trifft auf ein weiterhin zu niedriges Angebot. Zwar kletterte die Zahl der fertiggestellten Wohnungen in 2020 auf 306.376 und damit auf den höchsten Wert der vergangenen 20 Jahre, gemessen am errechneten Bedarf von jährlich über 340.000 Wohnungen liegt jedoch weiterhin eine Unterdeckung vor. Damit dürfte das Marktumfeld für den Wohnungsbaubereich weiterhin sehr attraktiv bleiben.

### **Photovoltaik**

Auch im ersten Corona-Jahr hat sich der Wachstumstrend in der Photovoltaik-Branche, in der die UmweltBank AG rund 31 % des Gesamtkreditvolumens ausstehend hat, fortgesetzt. Mit einer installierten Leistung von 4.801 MW wurden in 2020 rund 1.000 MW oder rund 25 % mehr installiert als im Vorjahr. Nachdem im Zuge der EEG-Reform eine starke Reduktion der Einspeisevergütung von Solaranlagen beschlossen wurde, kam es ab 2013 zu einem starken Rückgang bei den PV-Neuinstallationen. Seit 2018 wird bei den PV-Neuinstallationen wieder eine starke Wachstumsdynamik ersichtlich. Hier spielen die deutlich rückläufigen Preise für Solarmodule eine besondere Rolle, wodurch Projekte auch bei geringeren Fördersätzen rentabel werden. Die Installationskosten sind dabei der wesentliche Kostenfaktor bei Photovoltaik-Anlagen, da die Betriebskosten und Finanzierungskosten (niedriges Zinsniveau) vergleichsweise niedrig sind.

Die für 2021 erwartete Anzahl an Neuinstallationen dürfte stark von der EEG-Novelle 2021 abhängen. Während bei Dachanlagen mit einer installierten Leistung von 300 bis 750 kWp nur noch die Hälfte der erzeugten Strommenge bei Netzeinspeisung vergütet wird, sollen Anlagen bis zu 30kWp künftig von der EEG-Umlage bei Eigenverbrauch befreit werden. Freiflächenanlagen können zudem künftig 20 MWp groß sein (bisher: 10 MWp). Unter Einbezug dieser Faktoren erwarten die Analysten von EUPD Research für 2021 einen Zubau von rund 6 GW und damit eine gleichbleibend hohe Wachstumsdynamik.

### **Windenergie**

Nach dem Einbruch der Neuinstallationen in 2019 wurden in Deutschland im Jahr 2020 wieder etwas mehr Onshore-Windenergieanlagen installiert. Die in 2020 installierten 420 WEA mit einer Leistung von 1.431 MW bedeuten gegenüber den historisch niedrigen Werten von 2019 zwar einen Anstieg von jeweils ca. 30 %, nach wie vor liegt aber die Neuinstallationsaktivität deutlich unterhalb der Durchschnittswerte der vergangenen Jahre. Die installierte Leistung verbesserte sich damit auf nahezu 55 GW. Allerdings liegt das Ausbauziel der zum Jahresende 2020 verabschiedeten EEG 2021 bis 2030 bei 71 GW. Um dieses Ziel zu erreichen, müsste in den nächsten 10 Jahren der kumulierte Leistungsbestand um etwa 30 % gesteigert werden, was auch eine Steigerung der jährlichen Neuinstallationen bedeutet.

Die aktuell deutlich eingetrübte Lage der Windenergiebranche sollte sich auf die Kreditvergabe der UmweltBank AG nicht vollumfänglich auswirken. Speziell der Umstand, wonach die UmweltBank AG auch Kredite bestehender Anlagen refinanziert, verringert die Abhängigkeit von der Entwicklung der Neuinstallationen.



## GESCHÄFTSENTWICKLUNG 2020

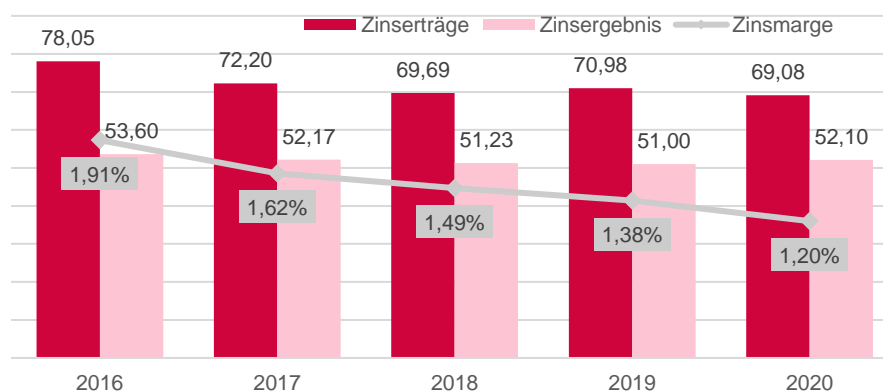
in Mio. €	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020
Zinserträge	78,05	72,20	69,69	70,98	69,08
Zinsaufwendungen	24,45	20,03	18,45	19,98	16,97
<b>Zinsergebnis</b>	<b>53,60</b>	<b>52,17</b>	<b>51,23</b>	<b>51,00</b>	<b>52,10</b>
Provisionserträge	4,52	3,21	2,45	3,75	3,92
Provisionsaufwendungen	0,14	0,22	0,19	0,20	0,28
<b>Provisionsergebnis</b>	<b>4,38</b>	<b>2,99</b>	<b>2,26</b>	<b>3,55</b>	<b>3,63</b>
Laufende Erträge <sup>1</sup>	2,21	2,15	2,20	2,94	2,28
Gesamtaufwendungen <sup>2</sup>	56,53	50,81	50,21	56,92	57,73
<b>Jahresüberschuss<sup>2</sup></b>	<b>32,15</b>	<b>27,66</b>	<b>25,34</b>	<b>25,92</b>	<b>26,50</b>

Quelle: UmweltBank AG; GBC AG; <sup>1</sup>aus Aktien, Beteiligungen und Anteilen an verbundenen Unternehmen; <sup>2</sup>vor Zuführung zum Fonds für allgemeine Bankrisiken

### Einkommensentwicklung 2020

Trotz Corona-Krise war die UmweltBank AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 in der Lage, das Geschäftsvolumen weiter auszubauen. Insbesondere angesichts der hohen Nachfrage nach Immobilien- und privaten Baufinanzierungen hat sich das ausstehende Kreditvolumen um 8,8 % auf 2.792,66 Mio. € (31.12.19: 2.566,62 Mio. €) spürbar erhöht. Hierzu hatte das Kreditneugeschäft beigetragen, welches in 2020 mit 689 Mio. € (VJ: 543 Mio. €) einen neuen Rekordwert markierte. Nicht nur das günstige Branchenumfeld dürfte hierzu beigetragen haben. Die bereits im Vorfeld der Corona-Pandemie von der Bank initiierten Digitalisierungsmaßnahmen dürften diese Entwicklung zusätzlich unterstützt haben. Da die Kredite in der Regel eine langfristige Laufzeit haben, bedeutet die Steigerung des Kreditvolumens auch eine langfristige Anhebung der Ertragsbasis. Demgegenüber steht aber das weiter rückläufige Zinsumfeld, so dass sich die Zinserträge, trotz höheren Kreditvolumens, auf 69,08 Mio. € (VJ: 70,98 Mio. €) leicht reduziert haben. Unseren Berechnungen zur Folge resultiert daraus ein weiterer Rückgang der Kreditverzinsung auf 1,5 % (VJ: 1,8 %).

### Zinserträge, Zinsergebnis (in Mio. €) und Zinsmarge (in %)



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Das Zinsergebnis, also die Zinserträge nach Abzug der Zinsaufwendungen, verbesserte sich dennoch auf 52,10 Mio. € (VJ: 51,00 Mio. €) und lag damit leicht über unseren Prognosen in Höhe von 50,43 Mio. € (Researchstudie vom 03.09.2021). Auch hier spielt der Effekt des rückläufigen Zinsumfelds eine wichtige Rolle, der zu einer weiteren Reduktion des durchschnittlichen Zinssatzes auf die ausstehenden Kunden- und Bankverbindlichkeiten und damit des Zinsaufwandes auf 16,97 Mio. € (VJ: 19,98 Mio. €) geführt

hat. Die Zinsmarge und damit der Unterschied zwischen der Kredit- und Einlagenverzinsung hat sich in 2020 weiter auf 1,20 % (VJ: 1,38 %) reduziert.

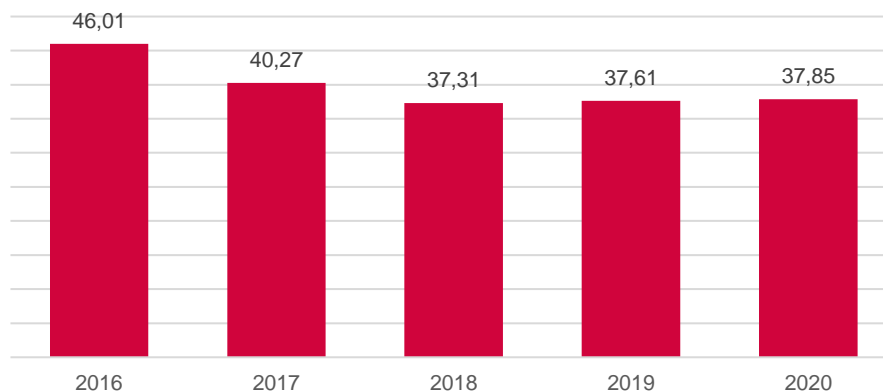
Zusätzlich zum Zinsergebnis weist die UmweltBank AG Provisionserträge, laufende Erträge aus gehaltenen Beteiligungen, Handelsbestandserträge sowie Bewertungserträge auf gehaltene Wertpapiere aus. Insgesamt reduzierten sich diese auf 8,81 Mio. € (VJ: 11,41 Mio. €), was vor allem an den niedrigeren Bewertungserträgen auf Beteiligungen und Wertpapiere zurückzuführen ist. Dem steht jedoch ein starker Anstieg der sonstigen Erträge auf 6,35 Mio. € (VJ: 0,45 Mio. €) gegenüber. Hier ist die erfolgreiche Beendigung des Rechtsstreits um den Lizenzvertrag mit der D.U.T. UmweltTreuhand GmbH enthalten, der zu einer ertragswirksamen Rückstellungsauflösung geführt hatte. Zusammen mit den Zinserträgen hat die UmweltBank AG die Gesamterträge damit auf 84,23 Mio.€ (VJ: 82,85 Mio. €) steigern können.

## Kosten und Ergebnisentwicklung 2020

Dem Gesamtertragsanstieg stehen höhere operative Kosten entgegen, hauptsächlich begründet durch einen Anstieg bei den Personalaufwendungen auf 13,78 Mio. € (VJ: 11,21 Mio. €) sowie beim Verwaltungsaufwand auf 13,29 Mio. € (VJ: 10,43 Mio. €). In dieser Entwicklung wird der Aufbau des Geschäftsvolumens wiedergegeben. So hatte die Gesellschaft die Mitarbeiteranzahl weiter auf 250 Personen (31.12.2019: 201) ausgebaut, was den starken Personalkostenanstieg begründet. Darüber hinaus lagen in 2020 planmäßig, auch vor dem Hintergrund der Corona-Pandemie, höhere IT- und Beratungsaufwendungen vor.

Unseren Berechnungen zur Folge weist die UmweltBank AG damit eine im Vergleich zum Vorjahr gesteigerte Cost-Income-Ratio von 43,5 % (VJ: 40,0 %) auf. Da aber das Kreditinstitut kein kostspieliges Filialnetz betreibt oder keine kostspieligen Produkte, wie etwa Girokonten oder Konten für den gewöhnlichen Zahlungsverkehr anbietet, liegt die Cost-Income-Ratio im Branchenvergleich nach wie vor sehr niedrig. Gemäß zuletzt verfügbaren Statistiken der deutschen Bundesbank weisen deutsche Kreditinstitute, alleine auf Basis der Verwaltungskosten, in 2019 eine Cost-Income-Ratio von 76,0 % auf.

### EBT vor Zuführung zum Fonds für Bankrisiken (in Mio. €)



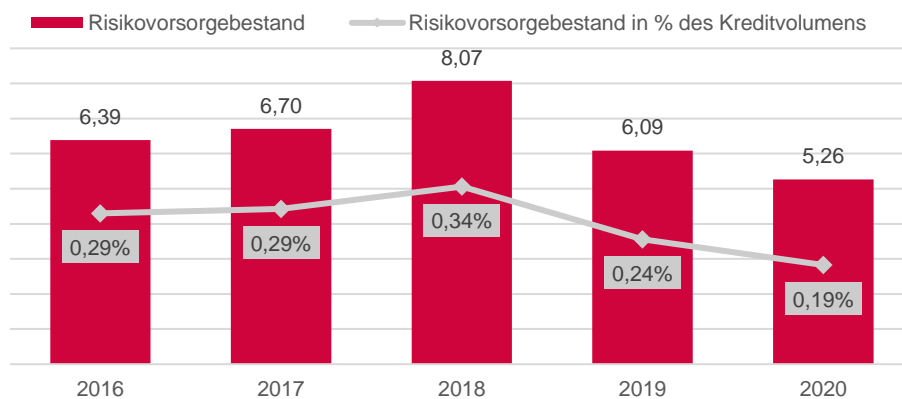
Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Vor Zuführung zum Fonds für allgemeine Bankrisiken hat die UmweltBank AG mit 37,85 Mio. € (VJ: 37,61 Mio. €) ein Vorsteuerergebnis auf Vorjahresniveau erreicht. Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes hatte das Management hier noch eine leicht rückläufige Entwicklung in Aussicht gestellt, so dass sowohl die Guidance als auch unsere Erwartungen (bisherige GBC-Prognose: 35,67 Mio. €) leicht übertroffen wurden. Die Betrachtung des Ergebnisses vor Zuführung zum Fonds für allgemeine Bankrisiken ist

insofern sinnvoll, da es sich bei der Fondszuführung um ein frei wählbares Steuerungsinstrument für den Nachweis des Nachsteuerergebnisses handelt. Da die Bilanzposition „Fonds für allgemeine Bankrisiken“ vollständig Bestandteil des harten Kernkapitals ist, handelt es sich damit quasi um eine vorweggenommene, also noch vor dem Ausweis des Nachsteuerergebnisses erfolgte, Gewinnthesaurierung.

Die hohe Ergebnisqualität der UmweltBank AG wird zudem von dem im Branchenvergleich sehr niedrigen Risikovorsorgebestand unterstützt. Aufgrund der Tatsache, dass das Kreditinstitut fast ausschließlich besicherte Kredite vergibt, macht der Risikovorsorgebestand mit 5,26 Mio. € (VJ: 6,09 Mio. €) lediglich 0,19 % (VJ: 0,24 %) des Gesamtkreditvolumens aus. Die ergebniswirksamen Abschreibungen und Wertberichtigungen auf Forderungen sowie die neuen Rückstellungen im Kreditgeschäft beliefen sich im Geschäftsjahr 2020 lediglich auf 1,13 Mio. € (VJ: 2,70 Mio. €).

### Risikovorsorge (in Mio. €) und in % des ausstehenden Kreditvolumens



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Auch beim Nachsteuerergebnis (vor Zuführung zum Fonds für allgemeine Bankrisiken) liegt damit der erreichte Wert in Höhe von 26,50 Mio. € (VJ: 25,92 Mio. €) deutlich über unserer bisherigen Prognose in Höhe von 24,29 Mio. €. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass sich die UmweltBank AG insbesondere was das Kreditneugeschäft betrifft, besser als erwartet entwickelt hatte. Dem insgesamt höheren Zinsergebnis sowie das unerwartet höhere sonstige betriebliche Ergebnis standen dabei erwartungsgemäß höhere Verwaltungsaufwendungen gegenüber.

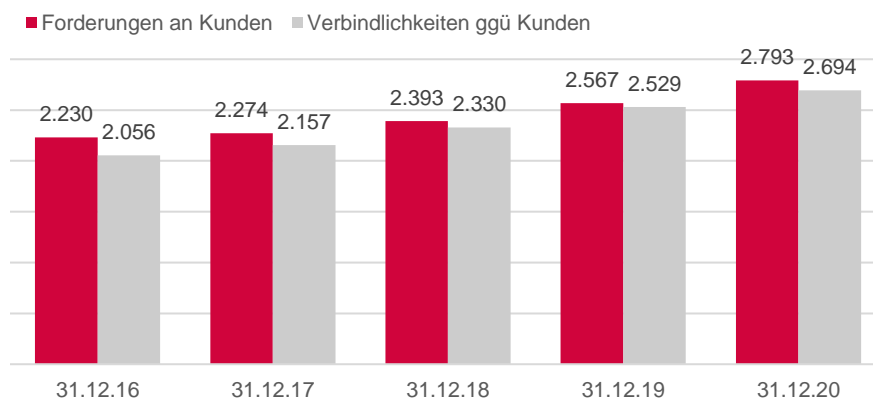
## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2020

in Mio. €	31.12.16	31.12.17	31.12.18	31.12.19	31.12.20
Bilanzsumme	3.206,24	3.485,00	3.699,12	4.095,05	4.944,37
Bilanzielles Eigenkapital	98,43	108,01	119,19	150,56	162,89
Aufsichtsrechtliches Eigenkapital*	256,6	281,6	333,5	378,0	408,4
davon hartes Kernkapital*	181,8	202,0	221,2	260,4	275,2
davon zusätzliches Kernkapital*	29,2	34,2	32,6	30,9	28,8
davon Ergänzungskapital*	45,6	45,4	79,7	86,7	104,4
Gesamtkapitalquote	12,0%	12,0%	14,0%	14,5%	14,6%
Kernkapitalquote	9,9%	10,0%	10,7%	11,2%	10,9%
Harte Kernkapitalquote	8,5%	8,5%	9,3%	10,0%	9,8%
Kundeneinlagen	2.055,68	2.157,01	2.330,02	2.529,34	2.694,11
Verb. ggü. Kreditinstituten	860,73	1.011,95	1.005,59	1.155,99	1.803,32
Kreditvolumen	2.229,82	2.273,56	2.392,77	2.566,62	2.792,66
gehaltene Wertpapiere	747,21	1.023,68	1.125,71	1.373,31	1.907,80
Liquide Mittel (inkl. Bankeinlagen)	203,87	155,08	144,66	111,36	154,53

Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Der deutliche Ausbau des Geschäftsvolumens wird anhand des starken Anstiegs der Bilanzsumme auf 4.944,37 Mio. € (31.12.19: 4.095,05 Mio. €) sichtbar. Auf der Aktivseite, also auf der Seite der Mittelverwendung, wird diese Entwicklung einerseits von einer Steigerung des Kreditvolumens auf einen neuen Rekordwert in Höhe von 2.792,66 Mio. € (31.12.19: 2.566,62 Mio. €) repräsentiert. Wie dargestellt, profitierte hier das Kreditinstitut insbesondere von einem regen Neugeschäft im Bereich der Wohnimmobilien und der nachhaltigen Wirtschaft. Aus Sicht von fünf Geschäftsjahren weist die UmweltBank AG beim ausstehenden Kreditvolumen ein durchschnittliches jährliches Wachstum (CAGR) von dynamischen 5,9 % auf. Parallel zum Kreditanstieg erhöhte sich der Bestand der gehaltenen Wertpapiere signifikant auf 1.907,80 Mio. € (31.12.19: 1.373,31 Mio. €).

### Kreditvolumen vs. Kundeneinlagen (in Mio. €)



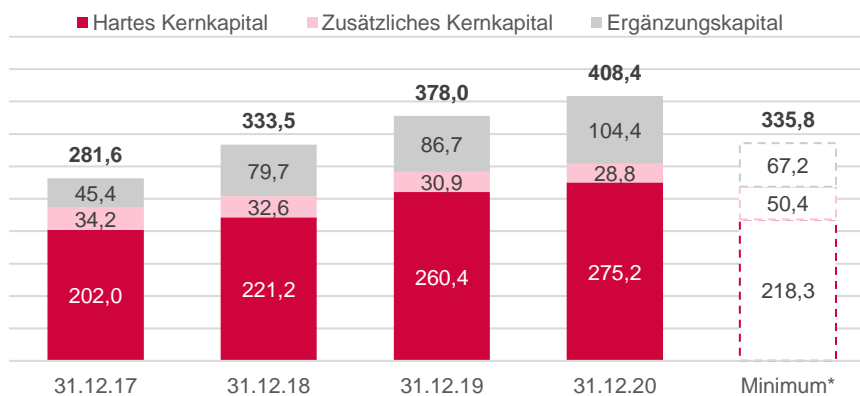
Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Analog zum Ausbau des Kreditgeschäftes und dem Anstieg der gehaltenen Wertpapiere kletterten die Verbindlichkeiten gegenüber Kunden auf 2.694,11 Mio. € (31.12.2019: 2.529,34 Mio. €) und die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten auf 1.803,32 Mio. € (31.12.19: 1.155,99 Mio. €) ebenfalls deutlich an. Besonders beliebt waren die täglich fälligen Einlagen des UmweltFlex-Kontos, die 57,6 % der Verbindlichkeiten gegenüber Kunden ausgemacht haben. Auch wenn weiterhin der größte Teil der Refinanzierung auf die Kundeneinlagen entfällt, so ist doch der starke Anstieg der Bankverbindlichkeiten auffällig. Dafür ist insbesondere eine Ausweitung der Refinanzierungsgeschäfte mit der Bundesbank auf rund 700 Mio. € (31.12.19: 200 Mio. €) verantwortlich. Hier hatte die

UmweltBank AG von der Möglichkeit der zinsgünstigen EZB-Refinanzierung Gebrauch gemacht.

Ein wichtiges Merkmal der UmweltBank-Bilanz ist die typischerweise gute Eigenkapitalausstattung, die in der Regel einen Puffer zu den gesetzlichen Mindestanforderungen erfüllt. Der positive Jahresüberschuss aber auch die Tatsache, dass sich die Aktionäre für rund 55 % der dividendenberechtigten Aktien für die Aktiendividende entschieden haben. Dies hat zu einem Anstieg des bilanziellen Eigenkapitals auf 162,89 Mio. € (31.12.19: 150,56 Mio. €) geführt. Zur Ermittlung des aufsichtsrechtlichen Eigenkapitals werden bspw. die Rückstellungen in den Fonds für allgemeine Bankrisiken sowie weitere eigenkapitalähnliche Positionen hinzugezogen. Das von der UmweltBank AG publizierte aufsichtsrechtliche Gesamtkapital beläuft sich auf 408,4 Mio. € (31.12.19: 378,0 Mio. €) und übertrifft mit einer Gesamtkapitalquote von 14,6 % (31.12.19: 14,5 %) die aufsichtsrechtliche Vorgabe von 12,0 % deutlich. Dies gilt auch für die einzelnen Bestandteile des Gesamtkapitals:

#### Entwicklung des Gesamtkapitals (in Mio. €)



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG; \*gemäß regulatorische Vorgabe

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

in Mio. €	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Zinserträge	69,08	74,69	77,68	80,01
Zinsaufwendungen	16,97	17,88	18,34	18,38
<b>Zinsergebnis</b>	<b>52,10</b>	<b>56,82</b>	<b>59,34</b>	<b>61,63</b>
Übrige Erträge	15,15	11,98	12,03	11,99
Gesamtaufwendungen*	46,38	47,72	48,79	49,43
<b>EBT*</b>	<b>37,85</b>	<b>38,95</b>	<b>40,93</b>	<b>42,57</b>
<b>EAT*</b>	<b>26,50</b>	<b>26,48</b>	<b>27,83</b>	<b>28,95</b>
EPS in €	0,85	0,85	0,90	0,93
Dividende in €	0,33	0,33	0,35	0,35
<hr/>				
Kundeneinlagen	2.694,11	2.855,76	2.969,99	3.059,09
Kreditvolumen	2.792,66	2.960,22	3.078,63	3.170,99
Gesamtkapital	408,40	424,65	441,63	459,73

Quelle: GBC AG; \*ohne Zuführung zum Fonds für allgemeine Bankrisiken

Das UmweltBank-Management hatte bereits Anfang Februar 2021 im Rahmen des Pressegespräches 2021 einen Ausblick auf das laufende Geschäftsjahr 2021 gegeben. Basierend auf der nachhaltigen Wachstumsstrategie soll in 2021 das Geschäftsvolumen gesteigert werden und ein Ergebnis vor Steuern, ohne Zuführung zum Fonds für allgemeine Bankrisiken, in etwa auf Vorjahresniveau erreicht werden. Im Rahmen des Geschäftsberichtes 2020 hat das UmweltBank-Management diese Prognose bestätigt. Dabei soll, bei einer weiter rückläufigen Zinsmarge, der absolute Zinsüberschuss gesteigert werden. Zudem soll der Aufbau einer Vermögensverwaltung sowie der Ausbau des Emissionsgeschäftes zu einem gesteigerten Provisions- und Handelsergebnis führen so dass in Summe die Gesamterträge zulegen sollten.

In den vergangenen Geschäftsjahren hat die UmweltBank AG den Mitarbeiterbestand deutlich auf zuletzt 250 (31.12.2020) ausgebaut. Innerhalb der vergangenen vier Geschäftsjahre hat sich die Anzahl der Mitarbeiter nahezu verdoppelt. Neben einem regulatorisch bedingten Ausbau der Belegschaft wurde neues Personal auch im operativen Bereich (Kreditvergabe, Kundeneinlagen) aufgebaut, um die hohe Nachfrage bedienen zu können. Auch für 2021 wird mit einem weiteren Personalanstieg gerechnet, was sowohl zu einem steigenden Personalaufwand als auch erhöhten Verwaltungsaufwendungen führen sollte. Demzufolge rechnet das Management der UmweltBank AG, trotz steigender Einnahmen, mit einem Vorsteuerergebnis auf Vorjahresniveau.

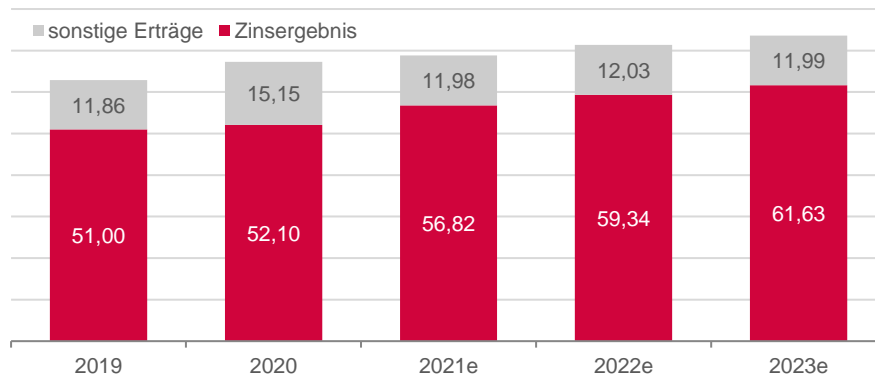
Die Basis für das weitere Unternehmenswachstum ist die auf den vier Säulen basierende Wachstumsstrategie der Gesellschaft. Auf der Aktivseite soll im Kernbereich „Kreditgeschäft“ ein insgesamt steigendes Volumen und ein Ausbau des Geschäftes mit Privatkunden erreicht werden. Unterstützt wird dies auf der Passivseite von einem Anstieg der Kundeneinlagen und das Kreditinstitut dürfte weiterhin von der Möglichkeit der zinsgünstigen EZB-Refinanzierung (TLTRO) Gebrauch machen.

Neben dem Kerngeschäft plant die UmweltBank AG beispielsweise auch das Beteiligungsgeschäft weiter zu forcieren. Die hierfür zuständige Tochtergesellschaft UmweltProjekt GmbH beabsichtigt, die Investitionen in Solar- und Windparks sowie an Bauprojekte auszuweiten. Derzeit befinden sich im Eigenbestand der UmweltBank-Tochter insgesamt 22 MW Photovoltaik, 51 MW Windkraft und sie ist an über 500 Wohnungen sowie an über 40 Gewerbeeinheiten beteiligt. Eine Ausweitung der Finanzierungsmittel der UmweltProjekt GmbH über die Ausgabe einer weiteren Anleihe ist in unseren Augen eine realistische Option.

Darüber hinaus beabsichtigt die Gesellschaft das Wertpapiergeschäft auszuweiten. Neben der Emission von Anleihen der UmweltBank oder der UmweltProjekt können auch weitere UmweltSpektrum-Fonds aufgelegt werden. Der im Februar 2020 emittierte erste Fonds UmweltSpektrum Mix ist sehr erfolgreich gestartet und konnte zwischenzeitlich das Fondsvolumen auf 63,8 Mio. € steigern.

Wir rechnen für das laufende Geschäftsjahr, analog zur Unternehmens-Guidance, mit einem Anstieg der Zinserträge und des Zinsergebnisses. Die weiteren Erträge (Provisionserträge, Beteiligungserträge, Erträge aus dem Handelsgeschäft) sollten ebenfalls ansteigen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 hatte die UmweltBank AG einen starken Anstieg der sonstigen Erträge im Zusammenhang mit der Beendigung eines Rechtsstreits ausgewiesen. Durch den Wegfall dieses Sonderertrags werden in 2021 die Erträge außerhalb des Kerngeschäftes in Summe niedriger ausfallen.

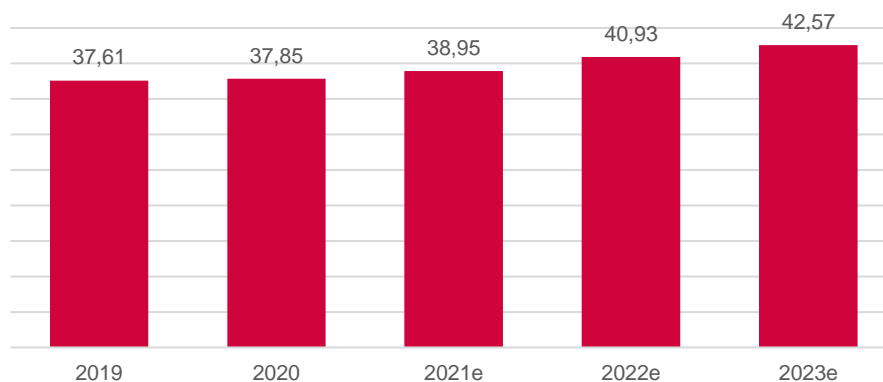
### Zinsergebnis und sonstige Erträge



Quelle: GBC AG

Nach Unternehmensaussage wird die Cost-Income-Ratio, die unseren Berechnungen zur Folge in 2020 bei 43,5 % lag, auch in den kommenden Geschäftsjahren in etwa auf dem Niveau verbleiben. Wir rechnen für das laufende Geschäftsjahr 2021 mit einem Vorsteuerergebnis (vor Zuführung zum Fonds für Bankrisiken) in Höhe von 38,95 Mio. €. Im Zuge der leichten Ertragssteigerungen sollte dieses in den kommenden Geschäftsjahren auf 40,93 Mio. € (2022e) respektive 42,57 Mio. € (2023e) ansteigen. Als Nachsteuerergebnis verblieben dann, nach Abzug einer Steuerquote in Höhe von jeweils 32,0 %, 26,48 Mio. € (2021e), 27,83 Mio. € (2022e) respektive 28,95 Mio. € (2023e).

### EBT vor Zuführung zum Fonds für Bankrisiken (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

## Bewertung

Für die Bewertung der UmweltBank AG haben wir ein Residual-Einkommens-Modell herangezogen, wobei mittels der Differenz aus Eigenkapitalrendite und Eigenkapitalkosten die Überschussrendite der Schätzperioden bestimmt wird. Dabei haben wir für die Schätzperioden der drei Geschäftsjahre 2021e – 2023e konkrete Erwartungen hinsichtlich der Jahresüberschüsse und sich daraus ergebenden Veränderungen des Eigenkapitals formuliert. Daraus lassen sich die erwarteten Eigenkapitalrenditen ableiten. Aus der erwirtschafteten Überschussrendite einer Periode lässt sich das Residualeinkommen des Geschäftsjahres ableiten. Die erwarteten Residualeinkommen werden sodann mit den Eigenkapitalkosten auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Zur Bestimmung des Endwertes setzen wir ein Premium auf den aktuellen Buchwert an.

$$\text{Fairer Unternehmenswert} = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ROE_t - r)EK_{t-1}}{(1+r)^t} + \frac{P_T - EK_T}{(1+r)^T}$$

EK =	Eigenkapital	ROE =	Eigenkapitalrendite
P =	Premium auf den Buchwert	r =	Eigenkapitalkosten
t =	Schätzperiode	T =	letzte Schätzperiode

### Bestimmung der Kapitalkosten

Der maßgebliche Diskontierungssatz für die Verwendung im Residual-Einkommens-Modell sind die Eigenkapitalkosten. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die Marktrisikoprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt als von uns unterstellte Untergrenze 0,25 % (bisher: 0,25 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktrisikoprämie setzen wir die historische Marktrisikoprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Die Beta-Berechnung haben wir aus der historischen Kursdatenbasis der UmweltBank AG (monatliche Kursentwicklung der vergangenen vier Jahre) ermittelt. Als Vergleichsindizes haben wir dabei den SDAX-Kursindex sowie den Kursindex STOXX® Europe 600 Banks herangezogen und in der Regressionsanalyse über einen Zeitraum von fünf Jahren jeweils gemittelt. Auf dieser Basis haben wir ein Beta in Höhe von 0,51 (bisher: 0,56) ermittelt, welches wir zudem gemäß den Arbeiten von *Blume* bereinigt bzw. geglättet haben. Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 3,06 % (bisher: 3,32 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz).



### **Bewertungsmodell und Bewertungsergebnis**

	31.12.20	31.12.21e	31.12.22e	31.12.23e	Endwert
Eigenkapital	292,04	308,29	325,27	343,37	
Jahresüberschuss	26,50	26,48	27,83	28,95	
ROE (nach Steuern)		8,82%	8,78%	8,66%	8,66%
Eigenkapitalkosten		3,06%	3,06%	3,06%	3,06%
Überschussrendite		6,27%	5,76%	5,72%	5,60%
Buchwert-Faktor		2,60	2,88	2,87	2,83
Residualeinkommen		14,52	16,83	17,65	18,21

Gemäß unserem Bewertungsmodell sollte die UmweltBank AG in der Lage sein, bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital, ein Return on Equity (nach Steuern) von nachhaltig 8,66 % zu erzielen. Unter der Annahme von Eigenkapitalkosten von 3,06 % sollte im Endwert damit eine nachhaltige Überrendite von 5,60 % oder ein Buchwertfaktor von 2,83 erwirtschaftet werden. Zur Bestimmung des Endwertes haben wir daher ein Premium über den Buchwert in Höhe von 2,83 angesetzt.

Barwert der Residualeinkommen 2022 und 2023	34,27 Mio. €
Barwert der Residualeinkommen Endwert in Mio. €	608,51 Mio. €
<b>Summe der Barwerte in Mio. €</b>	<b>642,79 Mio. €</b>
Ausstehende Aktien in Mio.	31,01 Mio. €
<b>Fairer Unternehmenswert je Aktie in €</b>	<b>20,73 €</b>

Die Summe der diskontierten Residualeinkommen ergibt auf Kurszielbasis 31.12.2022 einen Wert in Höhe von 642,79 Mio. €. Angesichts einer ausstehenden Anzahl von Aktien von 31,01 Mio. Stück kalkuliert sich ein fairer Unternehmenswert je Aktie in Höhe von 20,73 € (bisher: 18,21 €). Die Kurszielsteigerung ergibt sich in erster Linie aus der Reduktion der Eigenkapitalkosten auf 3,06 % (bisher: 3,32 %), als Folge des niedrigeren, aus dem Markt hergeleiteten unternehmensspezifischen Betas. Darüber hinaus haben wir erstmals das Geschäftsjahr 2023 (bisher: Geschäftsjahr 2022) als letztes konkretes Schätzjahr und damit als Basis für den Terminal Value herangezogen.

Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 17,65 € vergeben wir damit weiterhin das Rating KAUFEN.

## ANHANG

### I.

#### Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

### II.

#### §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

#### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

#### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,7,11)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

### **§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst**

**Marcel Goldmann, M.Sc., M.A., Finanzanalyst**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Jörg Grunwald, Vorstand**

### **§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG®**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)