

UmweltBank AG*1,4;5a;6a;7;11

Rating: KAUFEN
Kursziel: 13,80 €
(bisher: 14,40 €)

aktueller Kurs: 10,45 €
 14.08.23 / XETRA / 14:05 Uhr
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005570808
 WKN: 557080
 Börsenkürzel: UBKG
 Aktienanzahl³: 35,44
 Marketcap³: 370,35
³ 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

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 9

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 14.08.23 (15:25 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 16.08.23 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

Unternehmensprofil

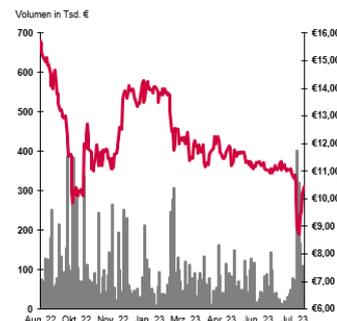
Branche: Finanzdienstleistungen
 Fokus: ökologische Geldanlagen, Finanzierung umweltfreundlicher Projekte

Mitarbeiter: 351 (30.06.2023)

Gründung: 1997

Firmensitz: Nürnberg

Vorstand: Goran Bašić, Jürgen Koppmann; Heike Schmitz



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 fast 25.000 Kreditprojekte gefördert. Ende 2022 standen Umweltkredite (inkl. offene Zusagen) im Gesamtvolumen von 3,7 Mrd. Euro zu Buche. Der überwiegende Großteil des Kreditvolumens besteht aus Sonnenenergiefinanzierungen, Wohnimmobilien und Windkraftprojekten.

GuV in Mio. €	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Zinserträge	74,40	80,23	84,99	99,31
Zinsergebnis	58,79	47,17	50,52	62,90
Übrige Erträge	27,48	3,28	14,50	15,00
Ergebnis vor Steuern	39,21	0,97	28,28	41,96
Ergebnis nach Steuern	30,55	0,66	19,23	28,53

Kennzahlen in EUR	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
EPS	0,86	0,02	0,54	0,80
Dividende je Aktie	0,33	0,00	0,22	0,32

Bilanzkennzahlen in Mio. €	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Kundeneinlagen	3.176,40	3.342,52	3.482,28	3.702,90
Kreditvolumen	3.139,03	3.209,03	3.279,03	3.429,03
Gesamtkapital	528,90	529,56	541,10	558,22
Kapitalrentabilität (vor Steuern)	9,7%	0,2%	6,8%	9,7%
Cost-Income-Ratio	58,0%	98,4%	62,5%	53,7%

Finanztermine
20.09.2023: Baader Investment Conference

**letzter Research von GBC:
Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
17.07.2023: RS / 14,40 / KAUFEN
27.02.2023: RS / 14,65 / KAUFEN
09.11.2022: RS / 16,00 / KAUFEN
22.08.2022: RS / 16,30 / HALTEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

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“

1.HJ 2023: Geschäft weiter ausgebaut, Zinsergebnis erwartungsgemäß reduziert; Prognoseanpassung da Projektverkauf nicht stattfindet; Kursziel auf 13,80 € (bisher: 14,40 €) gesenkt; Rating: KAUFEN

in Mio. €	1.HJ 2020	1.HJ 2021	1.HJ 2022	1.HJ 2023
Zins-, Finanz- und Bewertungsergebnis	26,03	34,16	29,69	25,13
Provision- und Handelsergebnis	2,38	3,77	4,88	4,83
Personal- und Verwaltungsaufwand	12,81	15,82	18,97	26,63
Ergebnis vor Steuern	21,29	21,66	14,01	3,11
Periodenergebnis	14,52	14,40	9,07	1,49

	31.12.20	31.12.21	31.12.22	30.06.23
Geschäftsvolumen	5.393	6.451	6.602	6.805
Bilanzsumme	4.944	5.928	5.981	6.023
Kundeneinlagen	2.694	2.954	3.176	3.046
Umweltkredite	3.503	3.543	3.703	3.889
Eigenmittel, aufsichtsrechtlich	408	487	529	530
Eigenmittelquote, aufsichtsrechtlich	14,6%	16,1%	16,5%	16,1%
Harte Kernkapitalquote, aufsichtsrechtlich	9,8%	11,7%	12,0%	11,7%

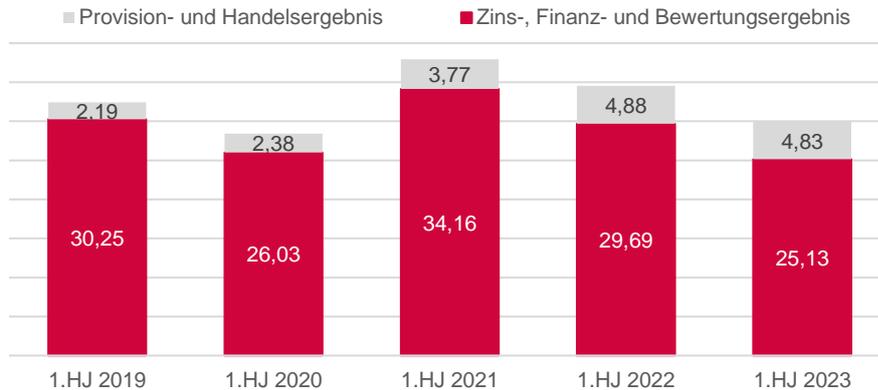
Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Trotz des aktuellen für die Bankenbranche herausfordernden Marktumfelds hat die UmweltBank AG auch zum 30.06.2023 das Geschäftsvolumen, also die Bilanzsumme zuzüglich Eventualverbindlichkeiten und andere Verpflichtungen, um 3,1 % auf 6.805 Mio. € (31.12.22: 6.602 Mio. €) gesteigert. Zu dieser Entwicklung dürften auf der Aktivseite insbesondere der Anstieg bei den ausstehenden Umweltkrediten auf 3.889 Mio. € (31.12.22: 3.703 Mio. €) beigetragen haben. Das Neukreditvolumen lag mit 397 Mio. € (VJ: 325 Mio. €) um 22,2 % damit deutlich über dem Wert des Vorjahres.

Dieser positiven Bilanzentwicklung steht jedoch ein Rückgang bei den Ertrags- und Ergebniskennzahlen gegenüber. Auffällig ist der Rückgang beim Zins-, Finanz- und Bewertungsergebnis auf 25,13 Mio. € (VJ: 29,69 Mio. €). Zwar veröffentlicht die UmweltBank AG keine weiteren Details zur Ertragsentwicklung, es ist aber davon auszugehen, dass hierfür eine rückläufige Entwicklung des Zinsergebnisses verantwortlich ist. Nach wie vor sorgt das gestiegene Zinsniveau für einen stärkeren Anstieg der Zinsaufwendungen, da diese aufgrund der Kurzfristigkeit des Einlagengeschäftes flexibler auf Marktänderungen reagieren. Darüber hinaus dürfte das Auslaufen von Corona-Sonderkonditionen für einen zusätzlichen Anstieg der Zinsaufwendungen gesorgt haben. Schon im Vorfeld hatte das UmweltBank-Management mit einer rückläufigen Entwicklung der Zinsmarge gerechnet.

Die damit rückläufige Ertragsentwicklung wird von einem deutlichen Anstieg der operativen Kosten begleitet. Dabei kletterte der Personalaufwand um 27,9 % auf 12,27 Mio. € (VJ: 9,60 Mio. €). Einerseits wird dieser Anstieg vom Ausbau der Belegschaft auf 351 Mitarbeiter (VJ: 314 Mitarbeiter) getragen. Andererseits haben die allgemein gestiegenen Lohnniveaus ebenfalls hierzu beigetragen. Der Belegschaftsausbau ist dabei als Vorbereitung für den geplanten Ausbau der Geschäftstätigkeit zu verstehen. Darüber hinaus führt der derzeit laufende Wechsel des Kernbankensystems zu einer höheren Bindung personeller Kapazitäten.

Erträge auf Halbjahresbasis (in Mio. €)

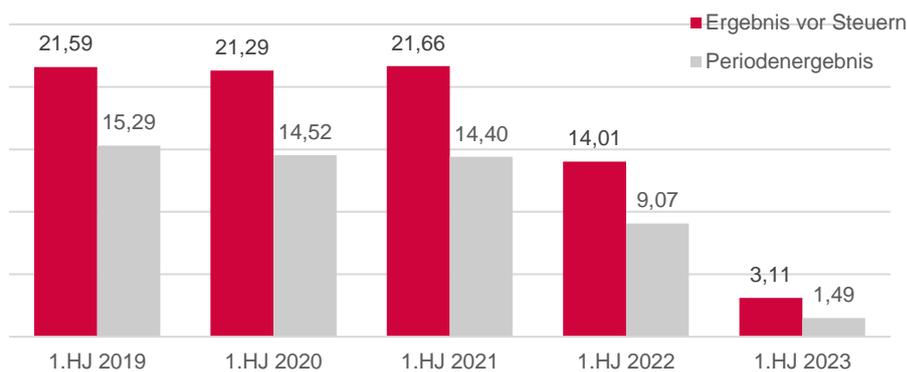


Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Die Geschäftsjahre 2023 und 2024 werden von der UmweltBank AG als Transformationsphase betrachtet. Hierzu gehört die Umstellung auf ein neues Kernbankensystem, die Verstärkung des Personals, der Bau eines neuen Firmensitzes sowie die Erfüllung regulatorischer Anforderungen. Insbesondere die Migration des Kernbankensystems ist hier mit hohen Kosten verbunden, die für das laufende Geschäftsjahr 2023 auf rund 10 Mio. € taxiert werden. Im ersten Halbjahr 2023 lagen die Migrationskosten bei 4,12 Mio. € (VJ: 0,10 Mio. €). Dies hat wesentlich zum Anstieg der Verwaltungsaufwendungen auf 14,35 Mio. € (VJ: 9,37 Mio. €) beigetragen.

Zusammen mit dem Anstieg des Personalaufwands legte die Cost-Income-Ratio auf 89,6 % (VJ: 59,5 %) spürbar zu. Sowohl der Rückgang der Einnahmen als auch der Anstieg der Ausgaben haben letztendlich das Vorsteuerergebnis auf 3,11 Mio. € (VJ: 14,01 Mio. €) und das Periodenergebnis auf 1,49 Mio. € (VJ: 3,11 Mio. €) zurückgehen lassen.

EBT und Periodenergebnis (in Mio. €)



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 22	GJ 23e (alt)	GJ 23e (neu)	GJ 24e (alt)	GJ 24e (neu)	GJ 25e (alt)	GJ 25e (neu)
Zinserträge	74,40	80,23	80,23	84,99	84,99	99,31	99,31
Zinsaufwendungen	15,61	30,42	33,06	31,74	34,48	34,68	36,41
Zinsergebnis	58,79	49,81	47,17	53,25	50,52	64,63	62,90
Provisionserträge	7,49	9,50	9,50	11,00	11,00	13,50	13,50
Laufende Erträge	27,48	20,50	3,28	14,50	14,50	15,00	15,00
Verwaltungsaufwendungen	41,45	50,44	50,44	44,57	44,57	44,79	44,79
EBT	39,21	20,84	0,97	31,02	28,28	43,70	41,96
EAT	30,55	14,17	0,66	21,09	19,23	29,71	28,53

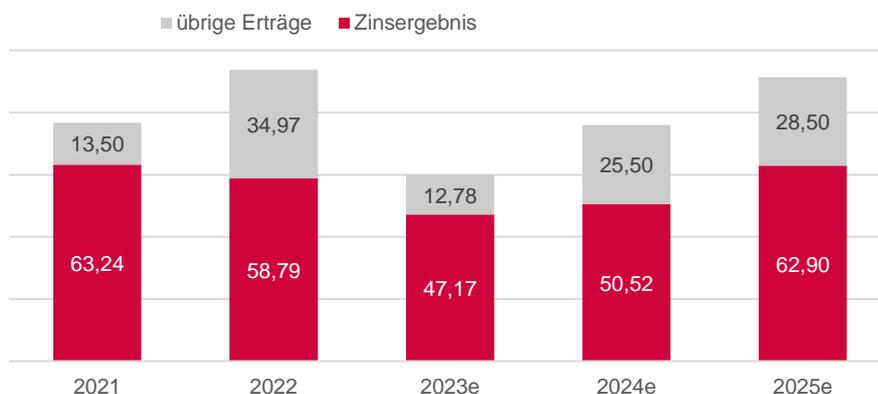
Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Kurz vor der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2023 hat die UmweltBank AG am 03.08.23 bereits die Jahresprognose für das laufende Geschäftsjahr 2023 abgesenkt. Bislang hatte das Kreditinstitut mit einem Vorsteuerergebnis in Höhe von ca. 20 Mio. € gerechnet, allerdings nur unter Zuhilfenahme von Veräußerungserlösen von Beteiligungsprojekten. Da aber vom aktuellen Standpunkt aus, der für das zweite Halbjahr geplante Projektverkauf nach hinten verschoben wird, wird nunmehr nur noch mit einem Ergebnis vor Steuern in Höhe von ca. 1 Mio. € gerechnet.

Der Wegfall der Veräußerungserlöse ist nach Unternehmensangaben im Wesentlichen für die Guidance-Anpassung verantwortlich. Jedoch dürfte auch die weitere EZB-Leitzinserhöhung auf 4,25 % (zum 27.07.2023) insbesondere den Zinsaufwand und damit das Zinsergebnis weiter belasten. Die Einlagenseite weist eine im Vergleich zur Kreditseite deutlich kürzere Duration auf und reagiert damit flexibler auf Zinsanpassungen. Daher rechnet das UmweltBank-Management für 2023 weiterhin mit einer rückläufigen Zinsmarge und erwartet eine Trendumkehr erst ab dem Geschäftsjahr 2025.

Am 27.07.2023 hat die EZB bekannt gegeben, ab dem 20.09.2023 die Mindestreserveguthaben der Kreditinstitute nicht mehr zu verzinsen. Kreditinstitute müssen dabei ein Mindestguthaben in Höhe von 1,0 % der Kundeneinlagen vorhalten, welche bislang mit dem Zinssatz der Einlagefazilität (aktuell: 3,75 %) verzinst werden. Die UmweltBank AG ist vom Wegfall dieser Verzinsung, die im Übrigen erst seit dem September 2022 stattfindet, nur geringfügig betroffen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 dürfte die UmweltBank AG im Rahmen der Mindestreserve-Verzinsung nur ca. 0,10 Mio. € eingenommen haben. Im laufenden Geschäftsjahr 2023 sollten die Zinserträge aufgrund des höheren Zinsniveaus ansteigen, sind aber unseren Berechnungen nach mit etwas über 0,50 Mio. € nicht relevant.

Prognose Zinsergebnis und übrige Erträge* (in Mio. €)

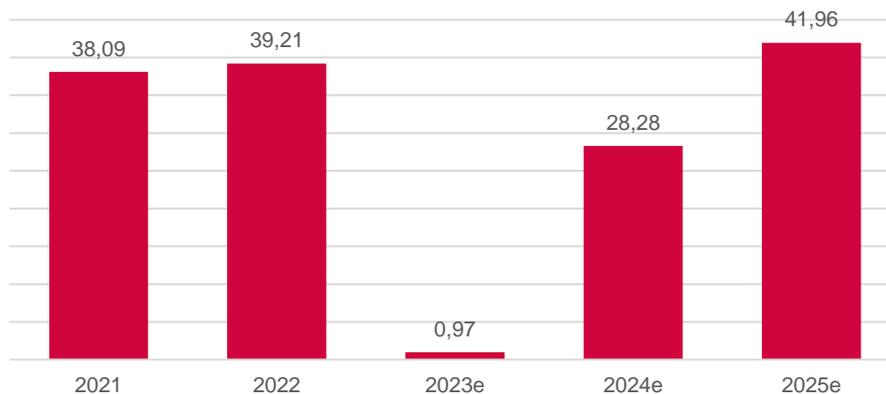


Quelle: GBC AG; *inkl. Provisionserträge

In unseren Prognosen orientieren wir uns an der neue Guidance und rechnen für das laufende Geschäftsjahr mit deutlich rückläufigen laufenden Erträgen (Erträge abseits des Zins- und Provisionsbereiches) auf 3,28 Mio. € (bisherige Schätzung: 20,50 Mio. €). Darüber hinaus haben wir die erneute EZB-Zinserhöhung zum Anlass genommen, um die Prognose des Zinsergebnisses auf 47,17 Mio. € (bisherige Schätzung: 49,81 Mio. €) zu reduzieren. Dieser Logik folgend haben wir auch die Zinsergebnis-Schätzungen für die kommenden beiden Geschäftsjahre etwas nach unten angepasst.

Unterm Strich rechnen wir für 2023 mit einem EBT in Höhe von 0,97 Mio. € (bisherige Schätzung: 20,84 Mio. €). Wir hatten den signifikanten Kostenanstieg bereits im Rahmen unserer bisherigen Researchstudie (siehe Studie vom 17.07.2023) in den Prognosen berücksichtigt. Wie auch in den ersten sechs Monaten wird das Kostenbild der UmweltBank AG einerseits von steigenden Personalaufwendungen sowie andererseits von Aufwendungen im Zusammenhang mit dem aktuell stattfindenden Transformations-Prozess geprägt sein. Da der überwiegende Teil der Aufwendungen für die Migration auf das neue Kernbanksystem im laufenden Geschäftsjahr anfallen wird, sollte im kommenden Geschäftsjahr ein Rückgang der operativen Kosten stattfinden. Die für 2023 veranschlagten Kosten für die Systemmigration liegen bei rund 10 Mio. €. In 2024 sollten diese nur noch rund 4 Mio. € betragen. Neben der erwarteten Steigerung des Zinsergebnisses sollte die Reduktion der Aufwendungen ab dem kommenden Geschäftsjahr zu einem spürbaren Ergebnisanstieg führen.

Prognose EBT (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Nachdem die UmweltBank AG auf der diesjährigen Hauptversammlung die 20te Dividendenausschüttung in Folge beschlossen hatte, dürfte auf der kommenden Hauptversammlung keine Dividendenausschüttung mehr erfolgen. Unseren Prognosen nach handelt es sich hier nur um einen temporären Ausfall. Wir rechnen, dass der deutliche Ergebnisanstieg in 2024 die Wiederaufnahme der Dividendenausschüttung, nach nur einjähriger Pause, ermöglichen wird.

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 2023e – 2025e 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 2,00 % (bisher: 2,00 %).**

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 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 0,54 (bisher: 0,54) ermittelt, welches wir zudem gemäß den Arbeiten von *Blume* bereinigt bzw. geglättet haben. Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 4,97 % (bisher: 4,97 %) (Beta multipliziert mit Risiko­prämie plus risikoloser Zinssatz).

Bewertungsmodell und Bewertungsergebnis

in Mio. €	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e	Endwert
Eigenkapital	402,65	403,31	414,85	431,97	
Jahresüberschuss	30,55	0,66	19,23	28,53	
ROE (nach Steuern)		0,16%	4,70%	6,74%	10,90%
Eigenkapitalkosten		4,97%	4,97%	4,97%	4,97%
Überschussrendite		-4,81%	-0,27%	1,77%	5,93%
Buchwert-Faktor		0,03	0,95	1,36	2,19
Residual Einkommen		-19,35	-1,08	7,34	532,53

Gemäß unserem Bewertungsmodell sollte die UmweltBank AG in der Lage sein, bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital, ein Return on Equity (nach Steuern) von nachhaltig 10,90 % zu erzielen. Unter der Annahme von Eigenkapitalkosten von 4,97 % sollte im Endwert damit eine nachhaltige Überrendite von 5,93 % oder ein Buchwertfaktor von 2,19 erwirtschaftet werden. Zur Bestimmung des Endwertes haben wir daher ein Premium über den Buchwert in Höhe von 2,19 angesetzt.

Barwert der Residualeinkommen 2023 - 2025	5,63 Mio. €
Barwert der Residualeinkommen Endwert in Mio. €	483,30 Mio. €
Summe der Barwerte in Mio. €	488,93 Mio. €
Ausstehende Aktien in Mio.	35,44 Mio. €
Fairer Unternehmenswert je Aktie in €	13,80 €

Die Summe der diskontierten Residualeinkommen ergibt einen Wert in Höhe von 488,93 Mio. € (bisher: 510,49 Mio. €). Angesichts einer ausstehenden Anzahl von Aktien von 35,44 Mio. Stück ergibt sich ein fairer Unternehmenswert je Aktie von 13,80 € (bisher: 14,40 €). Die Reduktion des fairen Wertes ist vornehmlich auf den Wegfall der Erträge aus der geplanten Beteiligungsveräußerung und damit auf die deutliche Ergebnisreduktion für das laufende Geschäftsjahr 2023 zurückzuführen. Auf der anderen Seite haben wir das Zinsergebnis für 2024 und 2025 leicht reduziert. Wir vergeben 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: (1,4,5a,6a,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