

UmweltBank AG^{*1,4,5a,6a,7,11}

Operativer Turn-Around in 2025 erreicht, Fortsetzung des Wachstumskurses erwartet

Branche: Finanzdienstleistungen
Fokus: Geldanlagen, Finanzierung umweltfreundlicher Projekte
Gründung: 1997

Mitarbeiter: 360 (31.12.2025)
Firmensitz: Nürnberg
Vorstand: Goran Bašić, Dietmar von Blücher, Dr. Nicole Handschuer

Die UmweltBank AG steht für Bankgeschäfte mit ökologischer und sozialer Verantwortung. Sie bietet Anlegern transparente ökologische Geldanlagen an und fördert deutschlandweit 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 und finanziert grüne Projekte. Dabei fungiert die UmweltBank AG als Direktbank, ohne das klassische Filialgeschäft. Seit Gründung in 1997 wurden über 25.000 Kreditprojekte gefördert. Ende 2025 standen Umweltkredite (inkl. offene Zusagen) im Gesamtvolumen von 3,2 Mrd. Euro zu Buche.

in Mio. €	GJ 24	GJ 25*	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e
Zinsergebnis	44,95	58,45	66,28	80,97	89,63
Finanzergebnis	12,98	17,57	5,70	5,80	5,80
Provisions- und Handelsergebnis	5,54	7,09	10,86	12,34	19,34
Ergebnis vor Steuern	-8,50	6,43	14,65	22,01	35,67
Ergebnis nach Steuern	0,73	14,26	9,96	14,97	24,26
Gewinn je Aktie	0,02	0,35	0,24	0,36	0,59
Dividende je Aktie	0,00	0,05	0,12	0,18	0,22
Gesamtkapital	505,20	526,00	534,21	541,74	556,92
Kapitalrentabilität (vor Steuern)	-1,7%	1,2%	2,8%	4,1%	6,5%
Cost-Income-Ratio	112,2%	91,8%	80,9%	76,1%	67,4%

* gemäß vorläufigen Zahlen

Investment Case

- **Turnaround vollzogen:** starker Ertrags- und Ergebnisanstieg und damit Rückkehr in die Profitabilität mit einem EBT in Höhe von 6,43 Mio. € (VJ: -8,50 Mio. €) erreicht. EBT lag leicht unter unseren Prognosen, aber innerhalb der Guidance.
- **Zinsergebnis deutlich gesteigert:** Wachstum der Privatkundeneinlagen auf rund 4,3 Mrd. € (VJ: 3,5 Mrd. €) weitet Basis für Anstieg des Zinsergebnisses auf 58,45 Mio. € (VJ: 44,95 Mio. €) aus. Schwaches Neukreditvolumen wurde damit kompensiert.
- **Gesamterträge steigen deutlich an:** deutliche Steigerung des Finanzergebnisses und des Provisions- und Handelsergebnisses tragen ebenfalls zum Wachstum der Gesamterträge bei.
- **Solide Kapitalbasis:** nach erfolgreicher Kapitalerhöhung steigt die aufsichtsrechtliche EK-Quote auf 17,0 %, es liegt ein komfortabler Puffer für Kreditwachstum vor
- **Steigende Ergebnisse erwartet:** gemäß Guidance soll das EBT in 2026 zumindest verdoppelt werden. Auf Basis steigender Privatkundeneinlagen und anziehenden Kreditgeschäfts soll das dynamische Wachstum in den Folgejahren fortgesetzt werden.
- **Attraktiver Bewertungsabschlag:** Kursziel von 9,00 €, Rating: KAUFEN

Rating: KAUFEN

Kursziel: 9,00 (alt: 9,40 €)

Aktie- und Stammdaten



Schlusskurs vom 27.02.26	3,92 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	DE0005570808
WKN	557080
Aktienzahl (in Mio.)	41,28
MCap (in Mio. EUR)	161,82

Transparenzlevel	Freiverkehr
Marktsegment	Scale
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	HGB

Aktionärsstruktur

GLS Bank	15%
Free Float	85%

Finanztermine

23.04.26	Münchner Kapitalmarkt Konferenz
29.04.26	Q1-Zahlen 2026
29.07.26	Halbjahreszahlen 2026
30.07.26	Hauptversammlung
28.10.26	Q3-Zahlen 2026

Analysten

Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)
Marcel Goldmann (goldmann@gbc-ag.de)

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
19.01.2026: RS / 9,40/ KAUFEN
03.11.2025: RS / 9,40/ KAUFEN
29.09.2025: RS / 9,50/ KAUFEN
12.08.2025: RS / 10,40 / KAUFEN
oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 02.03.2026 (13:52 Uhr)
Erste Weitergabe: 03.03.2026 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2026

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 10

VORLÄUFIGE ZAHLEN 2025

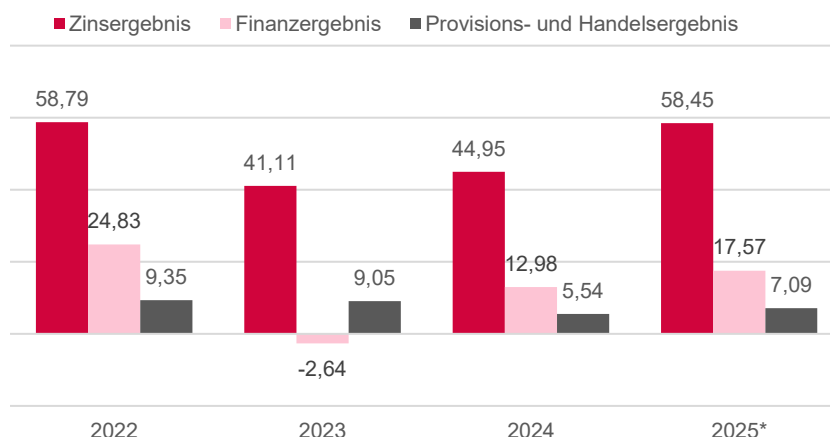
in Mio. €	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024	GJ 2025*
Zinsergebnis	58,79	41,11	44,95	58,45
Finanzergebnis	24,83	-2,64	12,98	17,57
Provisions- und Handelsergebnis	9,35	9,05	5,54	7,09
Ergebnis vor Steuern	39,21	-5,61	-8,52	6,44
Ergebnis nach Steuern	19,55	0,73	0,73	14,26
	31.12.22	31.12.23	31.12.24	31.12.25
Bilanzsumme	5.981	5.688	6.186	6.803
Kundeneinlagen	3.176	2.854	3.824	4.544
Umweltkredite	3.703	3.722	3.457	3.118
Eigenmittel, aufsichtlich	504	524	505	526
EK-Quote, aufsichtlich	15,7%	15,6%	16,4%	17,0%

Quelle: UmweltBank AG; GBC AG; *nach vorläufigen Zahlen

Entwicklung der Gesamterträge 2025

Gemäß den vorläufigen Zahlen für das Geschäftsjahr 2025 hat die UmweltBank AG wie erwartet einen deutlichen Anstieg der operativen Erträge auf 83,10 Mio. € (VJ: 63,47 Mio. €) erzielt. Einen wesentlichen Beitrag dazu leistete der Anstieg des Zinsergebnisses auf 58,45 Mio. € (VJ: 44,95 Mio. €). Dies ist unserer Ansicht nach insbesondere dem starken Wachstum im Kerngeschäft Privatkunden zu verdanken. Wie bereits im Januar 2026 bekannt gegeben, kletterten die Privatkundeneinlagen zum 31.12.2025 auf den zuvor prognostizierten Wert von rund 4,3 Mrd. € (VJ: 3,5 Mrd. €). Hier dürfte die seit Oktober 2025 laufende Tagesgeld-Aktion (3,0 % für die ersten drei Monate) der wichtigste Wachstumstreiber gewesen sein, wohingegen die Effekte aus der im zweiten Halbjahr 2025 erfolgten Einführung von Girokonten noch hinter den Erwartungen zurückgeblieben sind. Ein ausgeweitetes Einlagenvolumen generiert Zinserträge durch die Wiederanlage bei der EZB. Das starke Einlagenwachstum konnte die aus den Sonderkonditionen resultierende niedrigere Zinsmarge, die ohnehin nur zeitlich begrenzt ist, überkompensieren. Darüber hinaus hat eine Verbesserung der Positionierung im Treasury-Portfolio zum Zinsergebnisanstieg beigetragen.

Entwicklung der Gesamterträge (in Mio. €)



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG; *nach vorläufigen Zahlen

Das starke Wachstum der Privatkundeneinlagen glich zudem die unter den Erwartungen gebliebene Entwicklung im Firmenkundengeschäft aus. Die ausstehenden Umweltkredite sanken zum 31.12.25 auf 3,12 Mrd. € (31.12.24: 3,46 Mrd. €). Dies ist die Folge eines niedrigen Bruttokreditneugeschäftes in Höhe von 120 Mio. € (VJ: 250 Mio. €). Ursprünglich waren Neukredite in Höhe von 200 bis 250 Mio. € in Aussicht gestellt worden. Hier wirkte sich die unterjährig knappe Kapitalausstattung begrenzend aus. Zudem berichtet die Gesellschaft über Projektverschiebungen ins laufende Geschäftsjahr. Nach der im September 2025 erfolgreich durchgeführten Kapitalerhöhung (Bruttoemissionserlös: 20,66 Mio. €) verbesserte sich die Kapitalausstattung merklich. Mit einer Gesamtkapitalquote von 17,0 % liegt nun ein komfortabler Puffer zur aufsichtsrechtlichen Anforderung von 15,6 % vor, so dass auch das Kreditgeschäft merklich anziehen dürfte.

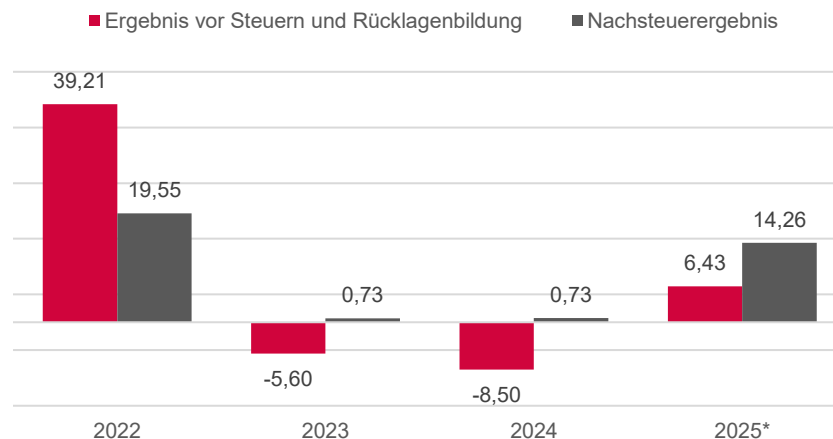
Auch das auf 17,57 Mio. € (VJ: 12,98 Mio. €) deutlich gesteigerte Finanzergebnis trug wesentlich zum Anstieg der Gesamterträge bei. Hier profitierte die Gesellschaft von Immobilienveräußerungen, was als Umsetzung der Unternehmensstrategie zu sehen ist. Bis zum Geschäftsjahr 2027 soll der überwiegende Teil des Beteiligungsgeschäftes veräußert werden. Das Provisions- und Handelsergebnis rundete mit einem Anstieg auf 7,09 Mio. € (VJ: 5,54 Mio. €) die erfolgreiche Entwicklung des abgelaufenen Geschäftsjahres 2025 ab. Hier wurden Steigerungen insbesondere im Wertpapierbereich durch eine Anleiheemission erzielt.

Die erreichten Gesamterträge in Höhe von 83,10 Mio. € liegen leicht unter unserer zuletzt im Rahmen der 9-Monatszahlen angepassten Prognose (GBC-Schätzung: 86,65 Mio. €). Während das Zinsergebnis exakt im Rahmen unserer Erwartungen lag, fielen das typischerweise schwer zu prognostizierende Finanzergebnis sowie das Provisions- und Handelsergebnis etwas geringer aus.

Ergebnisentwicklung 2025

Angesichts des deutlich ausgeweiteten Gesamtumsatzes kletterte das Ergebnis vor Steuern und Rücklagenbildung auf 6,43 Mio. € (VJ: -8,50 Mio. €) und lag damit im Rahmen der Guidance, die ein Vorsteuerergebnis in einer Bandbreite von 5 bis 10 Mio. € in Aussicht gestellt hatte. Gegenüber unserer bisherigen Prognose (GBC-Schätzung: 8,40 Mio. €) lag dieses Ergebnis jedoch etwas darunter. Dies liegt einerseits an unseren höheren Umsatzerwartungen, andererseits sind die Aufwendungen im Personal- und Verwaltungsaufwand etwas höher als erwartet ausgefallen.

Vorsteuerergebnis und Jahresüberschuss (in Mio. €)

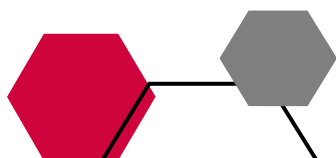


Quelle: UmweltBank AG; GBC AG; *nach vorläufigen Zahlen

Dies gilt insbesondere für den Verwaltungsaufwand, der mit rund 41,00 Mio. € (VJ: 40,62 Mio. €) entgegen dem bisherigen Szenario angestiegen ist. Hier waren die Abarbeitung aufsichtsrechtlicher Defizite sowie weitere Investitionen in die Transformation und Digitalisierung wichtige Kostentreiber.

Erwähnenswert ist zudem die Entwicklung der Risikovorsorge, die mit 6,03 Mio. € (VJ: 3,63 Mio. €) zwar gegenüber dem Vorjahreswert zugenommen hat, jedoch deutlich unter der erwarteten Bandbreite von 10 bis 15 Mio. € geblieben ist. Der Anstieg hängt mit der Neubewertung des Kreditportfolios nach dem erfolgten Wechsel des Wirtschaftsprüfers zusammen. Für das laufende Geschäftsjahr rechnet das Kreditinstitut mit einem deutlichen Rückgang des Anteils der Non-Performing-Loans am Kreditrisikovolumen und damit mit einer Risikovorsorge in einer Bandbreite von -2,5 Mio. € bis 2,5 Mio. €.

Unterm Strich legte der Jahresüberschuss auf 14,26 Mio. € (VJ: 0,73 Mio. €) zu. Hierzu trug insbesondere die Auflösung von Rücklagen nach § 340g HGB in Höhe von 5,0 Mio. € bei. Dabei handelt es sich um einen Passivtausch, also um eine Umwandlung in die im Eigenkapital erfassten Gewinnrücklagen. Diese Rücklagen wurden in den vergangenen Geschäftsjahren auf Basis des Nachsteuerergebnisses gebildet und stehen in keinem Zusammenhang mit der Risikostruktur der UmweltBank AG. Das Management der UmweltBank beabsichtigt, diese vollständig aufzulösen, um eine bessere Vergleichbarkeit mit Kreditinstituten, die nicht nach HGB bilanzieren, zu ermöglichen.



PROGNOSE UND BEWERTUNG

in Mio. €	GJ 2025*	GJ 2026e	GJ 2027e	GJ 2028e
Zinsergebnis	58,45	66,28	80,97	89,63
Finanzergebnis	17,57	5,70	5,80	5,80
Provisions- und Handelsergebnis	7,09	10,86	12,34	19,34
Ergebnis vor Steuern	6,44	14,65	22,01	35,67
Ergebnis nach Steuern	14,26	9,96	14,97	24,26

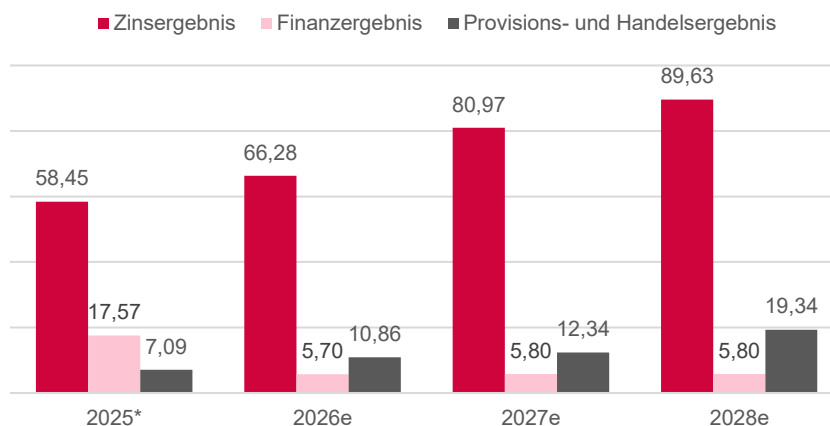
Quelle: UmweltBank AG; GBC AG; nach vorläufigen Zahlen

Umsatz- und Ergebnisprognosen

Mit der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen hat das Management der UmweltBank erstmals Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2026 publiziert und gleichzeitig sein Prognoseszenario bis zum Jahr 2028 aktualisiert. Für 2026 rechnet das Kreditinstitut mit einem Ergebnis vor Steuern und Rücklagenbildung in Höhe von 12,5 bis 17,5 Mio. € und erwartet damit zumindest eine Verdopplung des Ergebnisses.

Die Basis dafür ist insbesondere ein starker Anstieg des erwarteten Zinsergebnisses auf 62,5 Mio. € bis 67,5 Mio. €. Grundlage hierfür ist der geplante Ausbau der Privatkundeneinlagen auf 5,4 Mrd. €, bevor diese bis zum Jahr 2028 auf 6,2 Mrd. € weiter zulegen sollen. Die angelaufenen Sonderkonditionen sollen zunächst fortgeführt werden. Positive Effekte im Zusammenhang mit der erfolgten Girokonto-Einführung sowie die Ausweitung des Produktportfolios dürften aber zunehmend in den Vordergrund rücken.

Prognose der Gesamterträge (in Mio. €)



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG; nach vorläufigen Zahlen

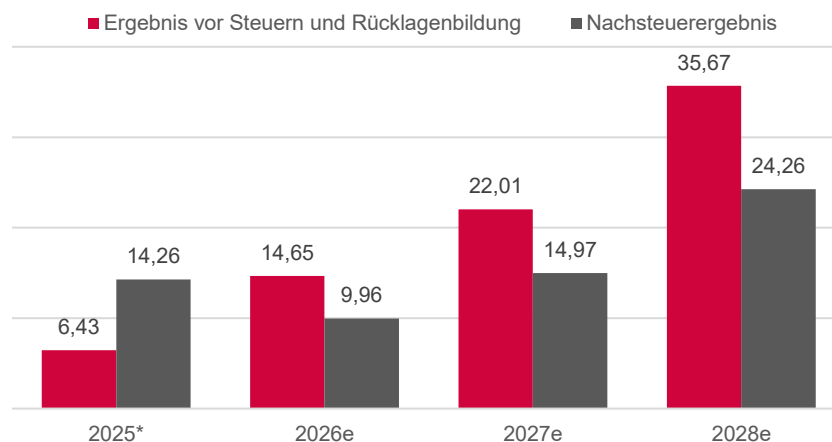
Parallel dazu sollte die nun deutlich komfortablere Kapitalausstattung zum Ausbau des Kreditportfolios genutzt werden. Die Realisierung verschobener Projekte sowie die Erschließung neuer Geschäftsfelder (beispielsweise Batteriespeicher und PPA-Finanzierung für Windkraftwerke) sollen gemäß Planszenario der UmweltBank AG das Brutto-Kreditneugeschäft auf 450 Mio. € steigern. Damit würde sich auch das ausstehende Kreditvolumen bis zum Geschäftsjahresende 2026 auf 3,2 Mrd. € erhöhen. Bis Ende 2028 erwartet die UmweltBank AG einen Anstieg auf 3,8 Mrd. €. Auf dieser Basis sowie auf Grundlage einer weiterhin verbesserten Positionierung im Treasury-Bereich, in dem ein Aufbau von kurz- bis mittelfristigen

Anlagebeständen bei einem Anstieg der Zinskurve geplant ist, soll der Anstieg des Zinsergebnisses umgesetzt werden. Unsere Prognosen für die Folgejahre orientieren sich am aktualisierten Planszenario der Gesellschaft hinsichtlich Kundeneinlagen und Kreditvolumen. In der letzten Schätzperiode unterstellen wir jedoch eine etwas flachere Wachstumskurve.

Der spürbare Anstieg des Zinsergebnisses würde laut unseren Schätzungen ausreichen, um das erwartete niedrige Finanzergebnis zu kompensieren. Zum Anstieg der Gesamteinnahmen dürfte auch das Provisions- und Handelsergebnis beitragen. Hier plant die Gesellschaft, das Produktportfolio sukzessive auszubauen. So ist für das laufende Geschäftsjahr die Einführung diverser Aktien- und Anleihe-ETFs geplant.

Das von uns unterstellte Ertragswachstum dürfte von einem nur unterproportionalen Kostenanstieg begleitet werden. Nachdem die UmweltBank AG in den vergangenen Geschäftsjahren in Digitalisierung und Transformation investiert hat, sollten im Rahmen des derzeit laufenden Effizienz- und Kostenprogramms Einsparungen erzielt werden. Zumal die erfolgte Abarbeitung der aufsichtsrechtlichen Defizite personelle Kapazitäten freisetzt. Basierend auf dem Unternehmensszenario rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2026 zunächst mit einem Rückgang der operativen Aufwendungen (Personalaufwand und anderer Verwaltungsaufwand) auf 67,14 Mio. € (VJ: 71,29 Mio. €), bevor diese im Zuge der erwarteten Geschäftsausweitung wieder zulegen sollten. Für das Jahr 2028 kalkulieren wir mit einer CIR (Cost-Income-Ratio) von 80,9 %. Bis 2028 soll diese gemäß dem Planszenario der UmweltBank auf unter 60 % fallen. Aufgrund der flacheren Wachstumskurve rechnen wir in dieser letzten Schätzperiode mit einer CIR von 67,4 %.

Prognose Vorsteuerergebnis und Jahresüberschuss (in Mio. €)



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG; nach vorläufigen Zahlen

Unterm Strich rechnen wir sowohl beim Vorsteuerergebnis als auch beim Jahresüberschuss mit einem deutlichen Anstieg. Da wir keine Auflösung von Rücklagen prognostizieren und zudem nach dem erneuten Erreichen der nachhaltigen Gewinnschwelle wieder Steueraufwendungen einbeziehen, ergibt sich für das laufende Geschäftsjahr 2026 zunächst ein Rückgang des prognostizierten Jahresüberschusses. Der Steueraufwand dürfte jedoch weiterhin von der Auflösung von Verlustvorträgen profitieren, für die die UmweltBank keine aktiven latenten Steuern gebildet hatte.

Bewertung

Zur Bewertung der UmweltBank AG haben wir ein Residual-Einkommens-Modell herangezogen. Dabei wird die Überschussrendite der Schätzperioden durch die Differenz aus Eigenkapitalrendite und Eigenkapitalkosten bestimmt. Für die Schätzperioden der drei Geschäftsjahre 2026e bis 2028e haben wir konkrete Erwartungen hinsichtlich der Jahresüberschüsse und der 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 anschließend mit den Eigenkapitalkosten auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Zur Bestimmung des Endwerts 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

P = Premium auf den Buchwert

t= Schätzperiode

ROE = Eigenkapitalrendite

r = Eigenkapitalkosten

T= letzte Schätzperiode

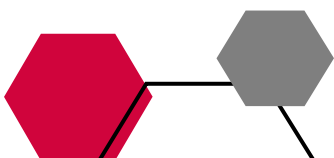
Bestimmung der Kapitalkosten

Der maßgebliche Diskontierungssatz für die Verwendung im Residual-Einkommens-Modell sind die Eigenkapitalkosten. Um diese zu ermitteln, müssen die Marktrisikoprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz berechnet werden.

Letzterer wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür sind die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze, die nach der Svensson-Methode berechnet wurden. 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 3,00 % (bisher: 2,50 %).

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

Die Beta-Berechnung haben wir auf Basis der historischen Kursdaten der UmweltBank AG (monatliche Kursentwicklung der vergangenen vier Jahre) ermittelt. Dabei haben wir den Kursindex STOXX® Europe 600 Banks als Vergleichsindex herangezogen und in der Regressionsanalyse über einen Zeitraum von fünf Jahren jeweils gemittelt. Auf dieser Basis haben wir ein Beta von 0,52 (bisher: 0,52) ermittelt und es zudem gemäß den Arbeiten von Blume bereinigt bzw. geglättet. Unter Verwendung der getroffenen Prämissen ergeben sich Eigenkapitalkosten von 5,84 % (bisher: 5,34 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz).



in Mio. €	31.12.24	31.12.25*	31.12.26e	31.12.27e	31.12.28e	Endwert
Eigenkapital	378,10	402,00	407,01	414,54	429,72	
Jahresüberschuss	0,73	14,26	9,96	14,97	24,26	
ROE (nach Steuern)		3,66%	2,46%	3,64%	5,75%	11,4%
Eigenkapitalkosten		5,84%	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%
Überschussrendite		-2,18%	-3,38%	-2,20%	-0,09%	5,58%
Buchwert-Faktor		0,63	0,42	0,62	0,98	1,96
Residual-Einkommen		-8,26	-13,58	-8,94	-0,39	425,83

Gemäß unserem Bewertungsmodell sollte die UmweltBank AG in der Lage sein, bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital, ein Return on Equity (nach Steuern) von nachhaltig 11,4 % zu erzielen. Unter der Annahme von Eigenkapitalkosten von 5,84 % sollte im Endwert damit eine nachhaltige Überrendite von 5,58 % oder ein Buchwertfaktor von 1,96 erwirtschaftet werden. Zur Bestimmung des Endwertes haben wir daher ein Premium über den Buchwert in Höhe von 1,96 angesetzt.

Ermittlung fairer Unternehmenswert

Barwert der Residualeinkommen 2026 – 2027	-8,79 Mio. €
Barwert Terminal Value	380,14 Mio. €
Summe der Barwerte	371,35 Mio. €
Ausstehende Aktien	41,28 Mio.
Fairer Unternehmenswert je Aktie	9,00 €

Die Summe der diskontierten Residualerträge ergibt einen Wert von 380,14 Mio. € (bisher: 388,30 Mio. €). Unter Berücksichtigung der ausstehenden 41,28 Mio. Aktien liegt der faire Unternehmenswert je Aktie bei 9,00 € (bisher: 9,40 €). Die Reduktion des fairen Wertes ist hauptsächlich auf die Anhebung des Diskontierungssatzes auf 5,84 % (bisher: 5,34 %) zurückzuführen. Dieser resultiert aus einem Anstieg des risikolosen Zinssatzes. 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 jeweilige Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet. Ist dies der Fall, so ist dies bei der jeweiligen Studie entsprechend der Notationen angegeben.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.
oder
3. Werden die Studien nicht durch die Emittentin beauftragt, erfolgt die Erstellung der Studien auftragsunabhängig. Die Erstellung erfolgt ebenfalls ohne Beeinflussung durch Dritte.
4. Der Researchreport wird weitreichend verfügbar gemacht und allgemein zugänglich veröffentlicht und nicht nur exklusiv an bestimmte Kunden und Investoren verteilt. Somit ist die Researchstudie ebenfalls als „geringfügige Nicht-Monetäre Zuwendung“ einzustufen und somit MiFID-II-compliant.

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 Vereinigten Königreich verbreitet wird, ausschließlich solchen Personen zugänglich gemacht werden, die (i) als authorised persons oder exempt persons im Sinne des Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA) gelten oder (ii) als relevant persons im Sinne der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, in der jeweils gültigen Fassung, anzusehen sind.

Diese Publikation richtet sich nicht an Privatkunden (retail clients) im Sinne der Regeln der Financial Conduct Authority (FCA) und darf weder direkt noch indirekt an solche Personen weitergegeben oder von ihnen genutzt werden.

Diese Publikation stellt kein Angebot, keine Aufforderung und keine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten im Sinne des FSMA dar.

Kein anderer Personenkreis als die vorgenannten relevant persons ist berechtigt, sich auf diese Publikation zu stützen oder Handlungen auf deren Grundlage vorzunehmen.

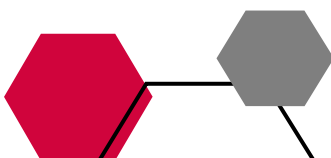
Die Verbreitung dieser Publikation kann in weiteren Rechtsordnungen gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sind verpflichtet, sich über etwaige einschlägige Beschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Ein Verstoß gegen diese Beschränkungen kann eine Verletzung der geltenden Wertpapier- und Finanzmarktgesetze darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen. Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter: <https://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://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: <https://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.

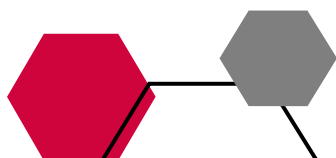
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 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., 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

