

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

Rating: HALTEN
Kursziel: 16,30 €
(bisher: 17,20 €)

aktueller Kurs: 15,05 €
19.08.22 / XETRA / 09:41 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005570808
WKN: 557080
Börsenkürzel: UBKG
Aktienanzahl³: 35,44
Marketcap³: 533,37
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: 19.08.22 (10:50 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 22.08.22 (09:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

Unternehmensprofil

Branche: Finanzdienstleistungen

Fokus: ökologische Geldanlagen, Finanzierung umweltfreundlicher Projekte

Mitarbeiter: 314 (30.06.2022)

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 2021 standen Umweltkredite (inkl. offene Zusagen) im Gesamtvolumen von 3,5 Mrd. Euro zu Buche. Der überwiegende Großteil des Kreditvolumens besteht aus Sonnenenergiefinanzierungen, Wohnimmobilien und Windkraftprojekten.

GuV in Mio. €	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Zinserträge	70,90	75,39	83,52	86,02
Zinsergebnis	63,24	59,32	62,19	62,90
Übrige Erträge	13,50	16,60	19,10	20,60
Jahresüberschuss	25,37	23,13	27,05	28,81

Kennzahlen in EUR

EPS	0,72	0,65	0,76	0,81
Dividende je Aktie	0,33	0,33	0,35	0,35

Bilanzkennzahlen in Mio. €

Kundeneinlagen	2.954,09	2.983,63	3.073,14	3.165,33
Kreditvolumen	3.072,52	3.164,70	3.259,64	3.357,43
Gesamtkapital	503,50	514,94	529,59	546,00
Kapitalrentabilität (vor Steuern)	5,6%	4,5%	5,2%	5,4%
Cost-Income-Ratio	49,8%	54,4%	50,1%	48,2%

Finanztermine

15.11.2022: MKK

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

04.07.2022: RS / 17,20 / HALTEN

24.02.2022: RS / 19,05 / KAUFEN

27.09.2021: RS / 21,00 / 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 2022: Niedrigere Erträge aufgrund schwierigerem Marktumfeld; Ergebnis durch Einmalaufwendungen belastet; Kursziel auf 16,30 € (bisher: 17,20 €) reduziert; Rating HALTEN bestätigt

in Mio. €	1.HJ 2019	1.HJ 2020	1.HJ 2021	1.HJ 2022
Zins-, Finanz- und Bewertungsergebnis	30,25	26,03	34,16	29,69
Provision- und Handelsergebnis	2,19	2,38	3,77	4,88
Personal- und Verwaltungsaufwand	10,63	12,81	15,82	18,97
Ergebnis vor Steuern	21,59	21,29	21,66	14,01
Periodenergebnis	15,29	14,52	14,40	9,07

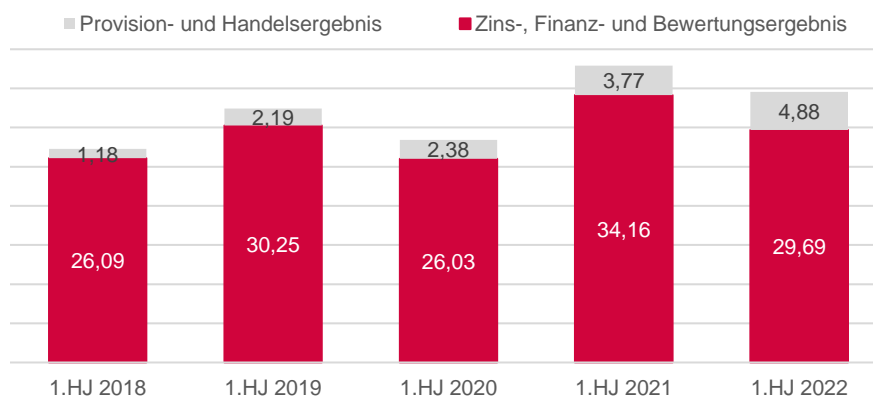
	31.12.19	31.12.20	31.12.21	30.06.22
Geschäftsvolumen	4.518	5.393	6.451	6.736
Bilanzsumme	4.095	4.944	5.928	6.174
Kundeneinlagen	2.529	2.694	2.954	3.095
Umweltkredite	3.156	3.503	3.543	3.570
Eigenmittel, aufsichtsrechtlich	378	408	487	504
Eigenmittelquote, aufsichtsrechtlich	14,5%	14,6%	16,1%	16,2%
Harte Kernkapitalquote, aufsichtsrechtlich	10,0%	9,8%	11,7%	11,8%

Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Mit Vorlage der Halbjahreszahlen 2022 wird auf dem ersten Blick deutlich, dass die UmweltBank AG auch angesichts der aktuell herausfordernden Konjunktursituation in der Lage war, das Geschäftsvolumen auszuweiten. Gegenüber dem Geschäftsjahresende 2021 legte das Geschäftsvolumen um 285 Mio. € bzw. um 4,4 % zu. Hierzu hat ein Neukundengeschäft von 325 Mio. € beigetragen, welches auf weiterhin hohem Niveau liegt und im Rahmen der Unternehmenserwartungen ausgefallen ist. Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2021 hatte das UmweltBank-Management auf Gesamtjahresbasis ein Neukundengeschäft über dem durchschnittlichen Wert der vergangenen fünf Jahre (610 Mio. €) in Aussicht gestellt.

Trotz dieser im Rahmen der Erwartungen liegenden Entwicklung weist die UmweltBank AG einen deutlichen Rückgang des Zins-, Finanz- und Bewertungsergebnisses um -13,1 % auf 29,69 Mio. € (VJ: 34,16 Mio. €) aus. Hier dürfte sich insbesondere das Zinsergebnis aufgrund des Auslaufs von Corona-Sonderkonditionen bei der Mittelherkunft (GLGR-Mittel) und damit aufgrund einer Steigerung des Zinsaufwands rückläufig entwickelt haben. Dies war zwar so im Vorfeld erwartet worden, die Höhe des Rückgangs ist jedoch stärker als von uns angenommen ausgefallen.

Erträge auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



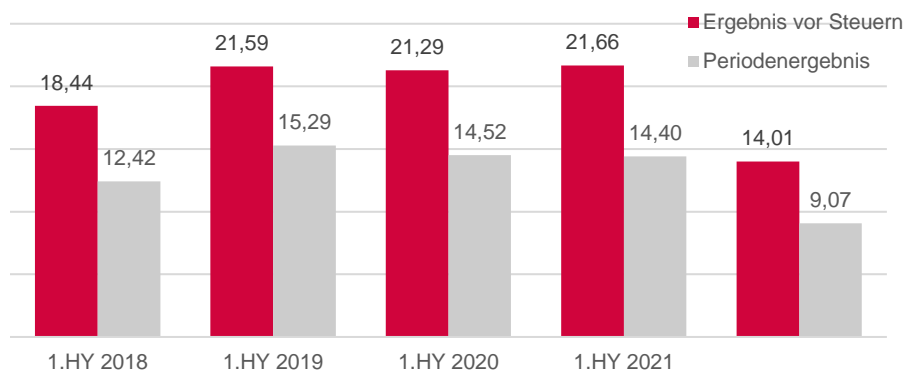
Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Demgegenüber wurde das Provisions- und Handelsergebnis um 29,7 % auf 4,88 Mio. € (VJ: 3,77 Mio. €) gesteigert. Hier machte sich aber die kundenseitige Zurückhaltung bei der Investition in Wertpapieranlagen bemerkbar, die angesichts der eingetrübten konjunkturellen Aussichten stärker ausgefallen war als erwartet.

Flankierend zu den insgesamt unter den Erwartungen liegenden Gesamterträgen kletterten die Gesamtkosten um 4,29 Mio. € bzw. um 26,4 % auf 20,56 Mio. € (VJ: 16,27 Mio. €). Zum Teil ist diese Entwicklung auf den Ausbau der Belegschaft zurückzuführen. Zum Stichtag 30.06.2022 lag der Mitarbeiterbestand bei 314, ein deutlicher Anstieg gegenüber dem Vorjahreswert von 278 Mitarbeitern. Darüber hinaus wird derzeit ein neues Kernbanksystem eingeführt, welches im laufenden Geschäftsjahr außerordentliche Aufwendungen in Höhe von 3,0 Mio. € nach sich ziehen dürfte. Zusätzlich zu diesen erwarteten Kostensteigerungen musste das Kreditinstitut die Bankenabgabe zur Einlagensicherung auf 2,57 Mio. € (VJ: 1,54 Mio. €) steigern.

Die Summe der dargestellten Effekte hatte damit zu einem im Vergleich zum Vorjahr deutlich reduzierten Vorsteuerergebnis in Höhe von 14,01 Mio. € (VJ: 21,66 Mio. €) geführt. Das Periodenergebnis nach Steuern lag mit 9,07 Mio. € (VJ: 14,40 Mio. €) ebenfalls deutlich unter Vorjahresniveau:

EBT und Periodenergebnis (in Mio. €)



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Prognose GJ 2022e – 2024e

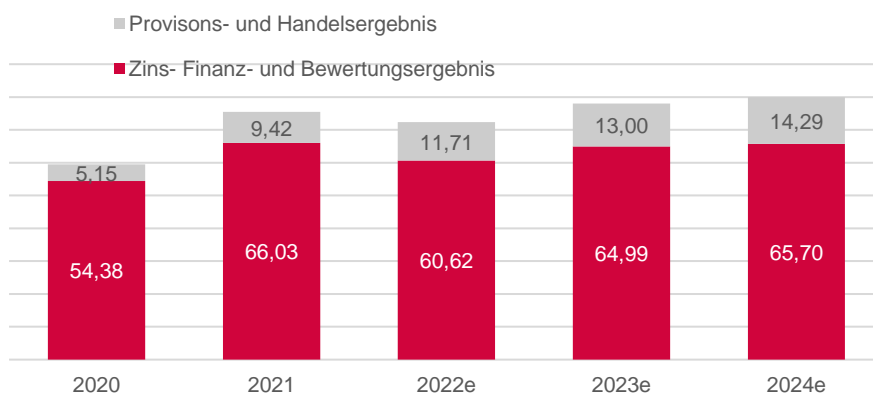
in Mio. €	GJ 2021	GJ 2022e (alt)	GJ 2022e (neu)	GJ 2023e	GJ 2024e
Zins-, Finanz- und Bewertungsergebnis	66,03	63,06	60,62	64,99	65,70
Provision- und Handelsergebnis	9,42	11,71	11,71	13,00	14,29
Personal- und Verwaltungsaufwand	33,67	36,13	37,77	37,46	36,86
Ergebnis vor Steuern	38,09	38,10	34,01	39,79	42,37
Jahresüberschuss	25,37	25,91	23,13	27,05	28,81
EPS in €	0,72	0,73	0,65	0,76	0,81
Dividende in €	0,33	0,33	0,33	0,35	0,35
Kundeneinlagen	2.954,09	2.983,63	2.983,63	3.073,14	3.165,33
Kreditvolumen	3.072,52	3.164,70	3.164,70	3.259,64	3.357,43
Gesamtkapital	503,50	517,70	514,94	529,59	546,00

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

Angesichts der unter den Erwartungen liegenden Ergebnisentwicklung hatte das UmweltBank-Management bereits vor Veröffentlichung der Halbjahreszahlen eine Prognoseanpassung vorgenommen. Für das laufende Geschäftsjahr 2022 wird ein Ergebnis vor Steuern von etwa 34 Mio. € erwartet, nachdem bisher ein Ergebnis auf dem Niveau des Vorjahres (38,10 Mio. €) in Aussicht gestellt war. Bereits mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2021 hatte die Gesellschaft mit einer rückläufigen Entwicklung des Zinsüberschusses gerechnet, insbesondere da günstige Refinanzierungen (GLRG-Mittel) ausgelaufen waren.

Die Auswirkungen der deutlich sichtbaren Zinswende werden von der UmweltBank als positiv auf die Zinsmarge eingestuft. Mit Blick auf die Unternehmenshistorie ist dies nachvollziehbar. Im Umfeld der historisch niedrigen Zinsniveaus hatte sich die Zinsmarge der UmweltBank AG ebenfalls auf einen historisch niedrigen Wert von 1,21 % (GJ 2021) reduziert. Die positiven Effekte werden jedoch noch nicht im laufenden Geschäftsjahr sichtbar werden, da die Zinserhöhung nur beim Neugeschäft oder bei Kreditprolongationen weitergegeben werden kann.

Ertragsschätzungen 2022 – 2024 (in Mio. €)



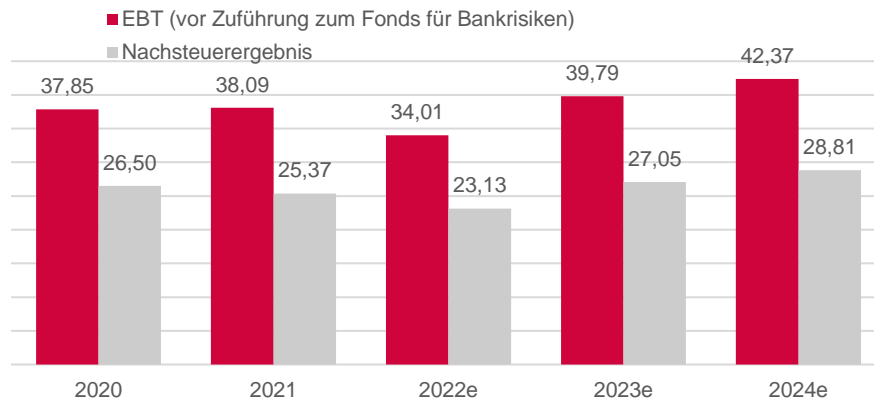
Quelle: GBC AG

Wir tragen der unter unseren Erwartungen liegenden Entwicklung des Zins-, Finanz- und Bewertungsergebnisses des ersten Halbjahres 2022 Rechnung und reduzieren unsere Prognose auf 60,62 Mio. € (GBC-Prognose bisher: 63,06 Mio. €). Parallel hierzu lassen wir die Schätzungen des Provisions- und Handelsergebnisses, welches im ersten Halbjahr 2022 um 29,7 % zugelegt hatte, unverändert. Weiterhin unterstellen wir hier einen Ausbau des Beteiligungs-, Wertpapiers- und Fondsgeschäftes. Bezeichnend hierfür steht

die Emission von zwei neuen Fonds der Umweltspektrum-Familie, womit die Basis für die Provisionserträge ausgeweitet wird.

Analog dazu haben wir unsere Kostenschätzungen um die erhöhte Vorsorge für operationelle Risiken sowie um die Einmalaufwendungen für die Einlagensicherung angehoben. Das daraus resultierende erwartete Vorsteuerergebnis in Höhe von 34,01 Mio. € (GBC-Prognose bisher: 38,10 Mio. €) liegt damit innerhalb der aktualisierten Unternehmens-Guidance.

Prognose EBT und EAT (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Das UmweltBank-Management hat zudem über die geplante Veräußerung einer Beteiligung an einem Windpark informiert. Der Abschluss wird für das zweite Halbjahr 2022 erwartet und der Vorstand geht im Erfolgsfall von einem außerordentlichen Ergebnisbeitrag im niedrigen zweistelligen Millionen-Bereich aus. Dieser mögliche positive Ergebniseffekt ist weder in der Unternehmens-Guidance noch in unseren Schätzungen enthalten. Sobald hier die Veräußerung erfolgt ist, werden wir eine entsprechende Anpassung vornehmen.

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 2022e – 2024e 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 1,25 % (bisher: 0,80 %).**

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 0,49 (bisher: 0,49) ermittelt, welches wir zudem gemäß den Arbeiten von *Blume* bereinigt bzw. geglättet haben. Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 3,95 % (bisher: 3,50 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz).

Bewertungsmodell und Bewertungsergebnis

	31.12.21	31.12.22e	31.12.23e	31.12.24e	Endwert
Eigenkapital	380,27	391,70	406,36	422,77	
Jahresüberschuss	25,37	23,13	27,05	28,81	
ROE (nach Steuern)		5,99%	6,78%	6,95%	9,39%
Eigenkapitalkosten		3,95%	3,95%	3,95%	3,95%
Überschussrendite		2,05%	2,83%	3,01%	5,45%
Buchwert-Faktor		1,52	1,72	1,76	2,38
Residualeinkommen		7,79	11,10	12,21	600,14

Gemäß unserem Bewertungsmodell sollte die UmweltBank AG in der Lage sein, bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital, ein Return on Equity (nach Steuern) von nachhaltig 9,39 % zu erzielen. Unter der Annahme von Eigenkapitalkosten von 3,95 % sollte im Endwert damit eine nachhaltige Überrendite von 5,45 % oder ein Buchwertfaktor von 2,38 erwirtschaftet werden. Zur Bestimmung des Endwertes haben wir daher ein Premium über den Buchwert in Höhe von 2,38 angesetzt.

Barwert der Residualeinkommen 2023 und 2024	21,99 Mio. €
Barwert der Residualeinkommen Endwert in Mio. €	555,45 Mio. €
Summe der Barwerte in Mio. €	577,44 Mio. €
Ausstehende Aktien in Mio.	35,44 Mio.
Fairer Unternehmenswert je Aktie in €	16,30 €

Die Summe der diskontierten Residualeinkommen ergibt auf Kurszielbasis 31.12.2023 einen Wert in Höhe von 577,44 Mio. €. Angesichts einer ausstehenden Anzahl von Aktien von 35,44 Mio. Stück kalkuliert sich ein fairer Unternehmenswert je Aktie in Höhe von 16,30 € (bisher: 17,20 €). Zwar hat die Prognoseanpassung für das laufende Geschäftsjahr 2022 eine leichte Kurszielreduktion nach sich gezogen, im Wesentlichen war jedoch die Erhöhung der Eigenkapitalkosten auf 3,95 % (bisher: 3,50 %) hierfür verantwortlich. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau in Höhe von 15,05 € vergeben wir weiterhin das Rating HALTEN.

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
Matthias Greiffenberger, 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