



Researchstudie (Anno)

UmweltBank AG



- Solide Ertrags- und Ergebnisentwicklung in 2019 erreicht
- Weiterer Ausbau des Geschäftsvolumens erwartet
- Hohes Rentabilitätsniveau wird fortgesetzt

Kursziel: 14,50 €

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: 14,50 €
(bisher: 14,30 €)

aktueller Kurs: 12,00 €
09.06.20 / XETRA / 11:20 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005570808
WKN: 557080
Börsenkürzel: UBKG
Aktienanzahl³: 30,61
Marketcap³: 367,32
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 85 %

Transparenzlevel:
Freiverkehr
Marktsegment:
m:access
Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Baader Bank
Lang & Schwarz

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Finanzdienstleistungen

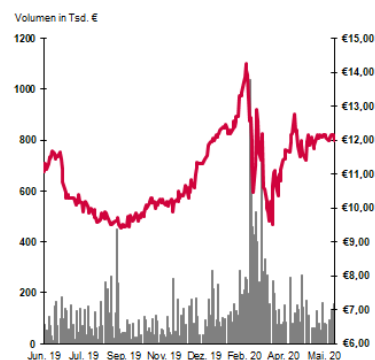
Fokus: ökologische Geldanlagen, Finanzierung
umweltfreundlicher Projekte

Mitarbeiter: 201 (31.12.2019)

Gründung: 1997

Firmensitz: Nürnberg

Vorstand: Goran Bašić, Jürgen Koppmann, Stefan Weber



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 23.000 Kreditprojekte gefördert. Ende 2019 standen Umweltkredite im Gesamtvolumen von 2,6 Mrd. Euro zu Buche. Der Großteil des Kreditvolumens besteht aus Sonnenenergiefinanzierungen, Wohnimmobilien und Wind- und Wasserkraftprojekte.

GuV in Mio. €	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Zinserträge	70,98	71,62	73,67	75,80
Zinsergebnis	51,00	51,66	54,46	57,42
Übrige Erträge	11,86	12,08	13,02	13,26
Jahresüberschuss	25,92	24,29	26,27	27,62

Kennzahlen in EUR

EPS	0,85	0,79	0,86	0,90
Dividende je Aktie	0,33	0,33	0,35	0,35

Bilanzkennzahlen in Mio. €

Kundeneinlagen	2.529,34	2.633,76	2.747,38	2.866,13
Kreditvolumen	2.566,62	2.694,95	2.829,69	2.971,18
Gesamtkapital	378,00	392,18	407,74	424,64
Kapitalrentabilität (vor Steuern)	13,2%	12,5%	12,8%	12,8%
Cost-Income-Ratio	40,0%	40,6%	39,1%	38,3%

Finanztermine

25.06.2020: Hauptversammlung
August 2020: Halbjahreszahlen 2020
08-09.12.2020: MKK

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
09.12.2019: RS / 14,30 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

EXECUTIVE SUMMARY

- Mit dem Fokus auf der Finanzierung und Förderung von ökologischen und sozialen Projekten hat die UmweltBank AG auch in 2019 die Kundeneinlagen ausschließlich für die ökologische Kreditvergabe verwendet. Zum Geschäftsjahresende 2019 waren rund 34 % der Kredite für den Bereich Sonnenenergie, 28 % für den sozialen und ökologischen Wohnungsbau sowie 23 % für den Bereich Wind- und Wasserkraft ausgereicht. Insgesamt kletterte dabei das Kreditvolumen auf 2.566,62 Mio. € (31.12.18: 2.392,77 Mio. €), womit die Gesellschaft in der Lage war, ein anhaltendes Wachstum des Geschäftsvolumens zu erreichen. In den vergangenen fünf Geschäftsjahren (2014-2019) legte das Kreditvolumen mit einem CAGR von 6,9 % deutlich zu. Dem steht ein ebenso starker Anstieg der Kundeneinlagen gegenüber, die Ende 2019 auf 2.529,34 Mio. € (31.12.18: 2.330,02 Mio. €) weiter zugelegt haben.
- Der Ausbau des Geschäftsumfands findet sich zwar in einem leichten Anstieg der Zinserträge auf 70,98 Mio. € (VJ: 69,69 Mio. €) wieder, aufgrund der tendenziell rückläufigen Zinsniveaus und der Fortsetzung der Zinsmargenminderung lag das Zinsergebnis mit 51,00 Mio. € (VJ: 51,23 Mio. €) etwas unter Vorjahresniveau. Dass die Gesamterträge mit 82,85 Mio. € (VJ: 75,65 Mio. €) insgesamt dennoch über dem Vorjahr lagen, ist in erster Linie auf Veräußerungserlöse und Bewertungserträge festverzinslicher Wertpapiere zurückzuführen.
- Unterm Strich weist die UmweltBank AG mit einem Nachsteuerergebnis in Höhe von 25,92 Mio. € (VJ: 25,34 Mio. €) erneut ein sehr attraktives Rentabilitätsniveau auf. Abermals sticht dabei die sehr niedrige Cost-Income-Ratio von 40,0 % (VJ: 34,6 %) heraus. Ein Marktvergleich über alle deutschen Bankenkategorien hinweg, ergibt für das Jahr 2018 eine durchschnittliche Cost-Income-Ratio von 75,5 %, die damit deutlich über dem Wert der UmweltBank AG liegt. Neben der Tatsache, dass die UmweltBank AG, als Direktbank, keine kostspielige Filialstruktur betreibt, ist die Kreditstruktur der Gesellschaft deutlich risikoärmer als bei vergleichbaren Kreditinstituten, was mit einem niedrigeren Risikovorsorgebestand einhergeht. Bei den UmweltBank-Krediten handelt es sich in der Regel um besicherte Kredite.
- Für das laufende Geschäftsjahr rechnet der Vorstand zwar mit einem Anstieg des Geschäftsvolumens, aufgrund der weiter rückläufigen Zinsmarge sowie der insgesamt gestiegenen Kosten, sollte das Nachsteuerergebnis leicht unter Vorjahresniveau liegen. Etwaige negative Auswirkungen im Zusammenhang mit der aktuellen Corona-Pandemie sind dabei vernachlässigbar und beschränken sich unseres Erachtens lediglich auf das Neukundengeschäft. Da beispielsweise die Tilgungs- und Zinsleistungen im Solar- oder Windkraftbereich aus dem laufenden Anlagenbetrieb stattfinden, dürften Corona-Effekte vernachlässigbar sein.
- Wir rechnen für 2020 mit einer konstanten Entwicklung des Zinsergebnisses und infolge etwas höherer Kosten mit einem leichten ErgebnISRückgang. Im kommenden Geschäftsjahr sollte sich der weitere Ausbau des Geschäftsumfands auch in einem Ergebnisanstieg wiederfinden. Nach wie vor wird die UmweltBank AG, selbst in 2020, ein deutlich positives Rentabilitätsniveau vorweisen, was als Grundlage für eine Fortsetzung der ausschüttungsfreundlichen Dividendenpolitik zu sehen ist.
- Im Rahmen unseres Residualeinkommensmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 14,50 € (bisher: 14,30 €) ermittelt. Der leichte Anstieg ist auf die Minderung des Diskontierungsfaktors sowie auf den so genannten Roll-Over-Effekt zurückzuführen. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Ökologischer Kerngedanke.....	4
Produktpalette.....	5
Markt und Marktumfeld	6
Allgemeines Zinsumfeld.....	6
Entwicklung der wichtigsten Kreditabnehmerbranchen.....	6
Geschäftsentwicklung 2019.....	8
Einkommensentwicklung 2019.....	8
Kosten und Ergebnisentwicklung 2019.....	9
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2019	11
Prognose und Bewertung.....	13
Bewertung.....	15
Bestimmung der Kapitalkosten.....	15
Bewertungsmodell und Bewertungsergebnis	16
Anhang	17

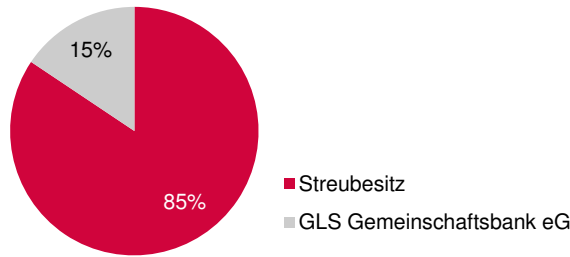
UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner zum 31.12.2019

GLS Gemeinschaftsbank eG	15 %
Streubesitz	85 %

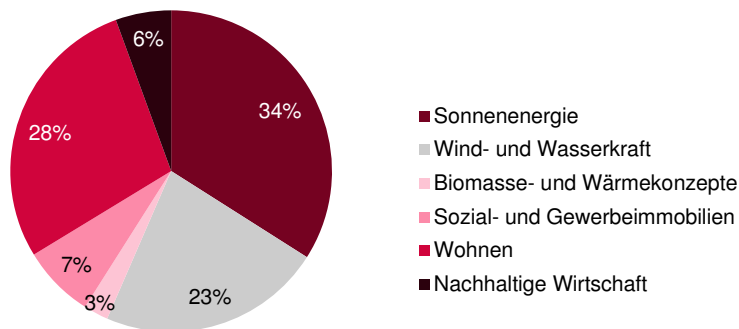
Quelle: UmweltBank AG; GBC AG



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:

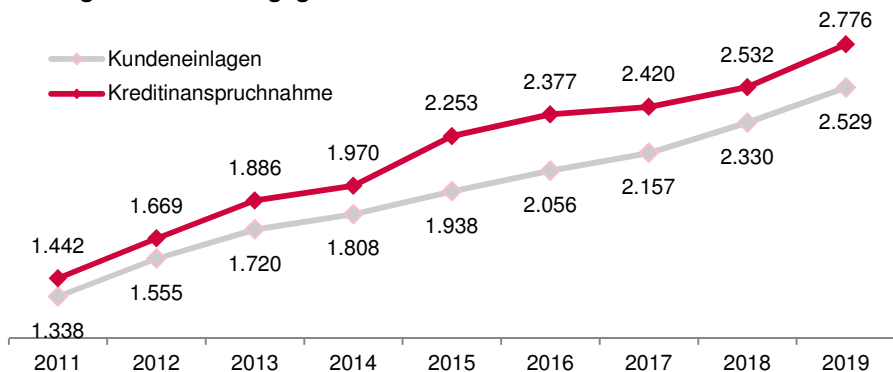
Struktur des Kreditgeschäftes zum 31.12.2019



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:

Umweltgarantie-Deckungsgrad



Produktpalette

Der Bereich **Anlegen & Vorsorgen**, in dem die Spar-, Investitions- und Versicherungsprodukte der UmweltBank AG gebündelt sind, stellt die Mittelherkunft für die Projektfinanzierung bzw. für die ökologischen Beteiligungen dar. Besonders im Vordergrund stehen hier die Sparprodukte, mit dem UmweltPluskonto, welches mit einem Volumen in Höhe von 1.394,61 Mio. € die meisten Kundeneinlagen aufweist. Ergänzend zu diesem flexibel verfügbaren grünen Tagesgeldkonto bietet die Gesellschaft ein klassisches Sparbuch mit einem zum 31.12.2019 ausstehenden Volumen in Höhe von 900,09 Mio. € oder als Festgeldanlage einen UmweltSparbrief mit einem ausstehenden Volumen in Höhe von 234,62 Mio. € an. Weitere Produkte, wie UmweltSparverträge oder Wachstumssparen ergänzen den Anlagebereich der Gesellschaft.

Darüber hinaus bietet die UmweltBank AG ihren Kunden Investitionsprodukte wie etwa Aktien ökologisch ausgerichteter Unternehmen, Investmentfonds, ökologische Unternehmens- und Projektanleihen sowie eigene Genussrechte bzw. UmweltBank-Anleihen an.

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

MARKT UND MARKTUMFELD

Die UmweltBank AG hängt als Kreditinstitut 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

In unserer am 09.12.2019 veröffentlichten Initial Coverage-Studie haben wir dabei den allgemeinen Zusammenhang zwischen historisch niedrigem Zinsniveau und einem seit mehreren Jahren anhaltenden Anstieg ausstehender Kredite in Deutschland dargestellt. Auf dieses für die UmweltBank AG grundsätzlich positive Marktumfeld dürfte auch die aktuelle Corona-Krise lediglich kurzfristige Effekte haben.

Die von der Europäischen Zentralbank ergriffenen Maßnahmen könnten sogar das niedrige Zinsniveau länger als bislang erwartet aufrechterhalten. Als Antwort auf den stark verschlechterten Perspektiven für Wachstum und Inflation im Euro-Währungsgebiet wurde das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten um 120 Mrd. € aufgestockt sowie ein neues Notfallankaufprogramm im Umfang von 750 Mrd. € aufgelegt. Neben einer Reihe weiterer Maßnahmen wurde der mittlerweile seit März 2016 gültige Hauptrefinanzierungssatz von 0,0 % nochmals bestätigt. Es liegt hier ganz klar die Zielsetzung vor, mögliche Störungen bei der Kreditvergabe zu beseitigen. Insofern hat die aktuelle Corona-Krise zu einer nachhaltigeren Stabilisierung des Status Quo im Finanzierungsumfeld geführt. Auf der Einlagenseite profitiert die UmweltBank AG zwar von den daraus resultierenden günstigen Einlagenkonditionen, auf der Kreditseite werden die Kreditzinsen weiter auf niedrigem Niveau bleiben. Die Zinsmarge dürfte vor dem Hintergrund der aktuellen Entwicklung weiterhin niedrig bleiben, so dass sich ein steigender Geschäftsumfang nicht in einem entsprechenden Ausbau des Zinsergebnisses niederschlagen sollte.

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.

Photovoltaik

Die Förderung der Solarenergie nimmt bei der UmweltBank AG mit rund 34 % des ausstehenden Gesamtkreditvolumens eine besondere Stellung ein. Dabei liegt in diesem Bereich ein seit dem Jahr 2014 andauernder Wachstumstrend vor. In 2019 lag die installierte Neuleistung bei 3,9 GW (2018: 2,8 GW), was eine gegenüber dem Vorjahr sichtbare Zunahme bedeutet. Um die Ausbauziele der Bundesregierung zu erreichen, müssten jährlich bis zu 5,0 GW neu installiert werden und damit ein starker Ausbau der jährlichen Neuinstallationen umgesetzt werden. Insgesamt liegt in Deutschland dabei eine zunehmende Investitionsbereitschaft in Solaranlagen vor. 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. Aufgrund rückläufiger Modulpreise

ist der Preis für schlüsselfertige Photovoltaik-Anlagen auf zuletzt unter 1.500 €/kWp gefallen. In 2006 lag das Preisniveau mit nahezu 6.000 €/kWp signifikant höher.

Die Auswirkungen der aktuellen Corona-Pandemie werden dabei allenfalls als kurzfristig eingestuft. Mögliche Lieferengpässe außen vor gelassen, spielt aktuell insbesondere die angekündigte Abschaffung des 52 GW-Solardeckels eine wichtige Rolle für die künftige Entwicklung der Solarbranche. Bislang sollte, sobald in Deutschland eine installierte Solarkapazität von 52 GW (2019: 49,0 GW) erreicht wird, die Einspeisevergütung für neue Photovoltaik-Anlagen entfallen. Mit dem angekündigten Wegfall könnte hier der Bau neuer Anlagen unter unveränderten Vorzeichen fortgesetzt werden.

Windenergie

Mit 23 % aller vergebenen Kredite nimmt auch die Windenergie eine herausragende Stellung im UmweltBank-Kreditportfolio ein. Analog zur insgesamt schwierigen Lage in der Windenergiebranche ist das Kreditvolumen in diesem Segment tendenziell rückläufig gewesen, wodurch sich in den letzten Jahren ein Rückgang der Quote ergeben hat. Nachdem bereits in 2018 ein deutlicher Rückgang bei der neu installierten Leistung sichtbar wurde, kam es in 2019 mit lediglich 1,08 GW bzw. 325 Anlagen zum geringsten Brutto-Zubau seit der Einführung des EEG im Jahr 2000. Gegenüber 2018 kommt dies einem weiteren Rückgang der neu installierten Leistung von rund 55 % gleich. Nach Schätzungen der Windenergiebranche ist aber ein jährlicher Zubau von 5,0 GW p.a. erforderlich, um das von der Bundesregierung ausgegebene 65% Ziel bis zum Jahr 2030 zu erreichen.

Unverändert ist die Windenergiebranche in Deutschland von langwierigen Genehmigungsverfahren geprägt und hat dabei ein grundsätzliches Akzeptanzproblem in der Bevölkerung. Positiv anzumerken ist dabei, dass die noch im vergangenen Jahr angeordnete Abstandsregelung von 1.000 Metern zwischen Windrädern und Wohngebäuden im Mai 2020 verändert wurde. Nunmehr können auf Länderebene auch Abstände unterhalb von 1.000 Metern beschlossen werden.

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.

Ökologischer und sozialer Wohnungsbau

Auch wenn die UmweltBank AG 35 % des Kreditvolumens primär für die Förderung des ökologischen und sozialen Wohnungsbaus vergeben hat, so gibt die übergeordnete Wohnimmobilienbranche den Takt für die Marktentwicklung dieses ökologischen Untersegments vor. Angesichts der niedrigen Zinsniveaus sowie der fehlenden Anlagealternativen legt die Anzahl der fertiggestellten Wohnungen in Deutschland seit mehreren Jahren stark zu. In 2019 wurden 293.000 Wohnungen fertiggestellt, eine Steigerung von 2,0 % gegenüber 2018. Eine höhere Anzahl an fertiggestellten Wohnungen hatte es zuletzt im Jahr 2001 gegeben.

Dennoch ist weiterhin von einer strukturellen Unterversorgung auszugehen, denn der errechnete jährliche Bedarf an Wohnungen liegt bei 350.000. Daraus ergeben sich sowohl eine rückläufige Entwicklung der Leerstände als auch ein Anstieg der Wohnimmobilien- und Mietpreise. Angesichts dieser Entwicklung dürfte die UmweltBank AG, trotz einer möglichen kurzfristigen Belastung durch die aktuelle Corona-Pandemie, von einer grundsätzlich steigenden Kreditnachfrage profitieren. Zumal der adressierte Bereich des ökologisch-sozialen Wohnungsbaus ebenfalls von einer strukturellen Unterversorgung geprägt ist.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 2019

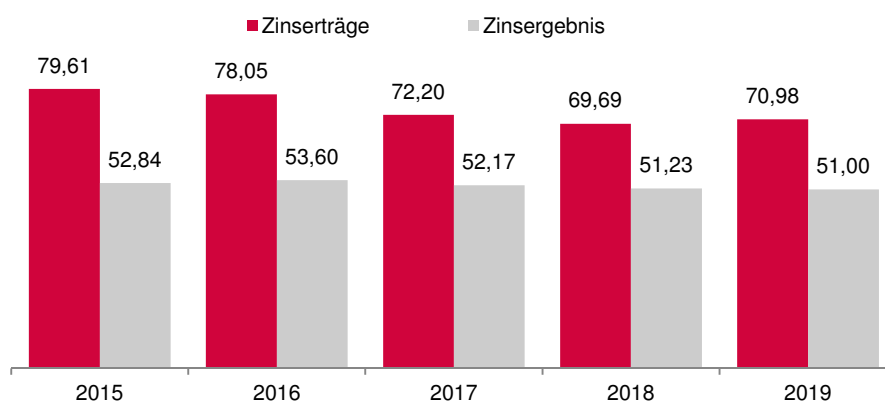
in Mio. €	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019
Zinserträge	79,61	78,05	72,20	69,69	70,98
Zinsaufwendungen	26,78	24,45	20,03	18,45	19,98
Zinsergebnis	52,84	53,60	52,17	51,23	51,00
Provisionserträge	4,69	4,52	3,21	2,45	3,75
Provisionsaufwendungen	0,11	0,14	0,22	0,19	0,20
Provisionsergebnis	4,58	4,38	2,99	2,26	3,55
Laufende Erträge ¹	2,40	2,21	2,15	2,20	2,94
Gesamtaufwendungen ²	54,70	56,53	50,81	50,21	56,92
Jahresüberschuss²	34,09	32,15	27,66	25,34	25,92

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

Einkommensentwicklung 2019

Aufgrund des Geschäftsmodells der UmweltBank AG, welches in erster Linie die Vergabe von Krediten, die einen ökologischen Zweck erfüllen müssen abdeckt, setzt sich der überwiegende Teil der Erträge aus Kreditzinserträgen zusammen. Diese hängen wiederum von der Entwicklung des ausstehenden Kreditvolumens sowie von deren Zinsentwicklung ab. Zwar gelang es dem Kreditinstitut über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg das ausstehende Kreditvolumen sukzessive auszubauen, aufgrund des tendenziell rückläufigen Zinsumfelds partizipierten aber die Zinserträge nicht am Volumenanstieg. Dies war auch in 2019 der Fall. Einem Anstieg des Kreditvolumens in Höhe von 7,3 % steht lediglich ein Anstieg der Zinserträge um 1,9 % auf 70,98 Mio. € (VJ: 69,69 Mio. €) gegenüber. Nach eigenen Berechnungen bedeutet dies einen Rückgang der durchschnittlichen Verzinsung von 2,0 % (2018) auf 1,8 % (2019).

Zinserträge und Zinsergebnis (in Mio. €)



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

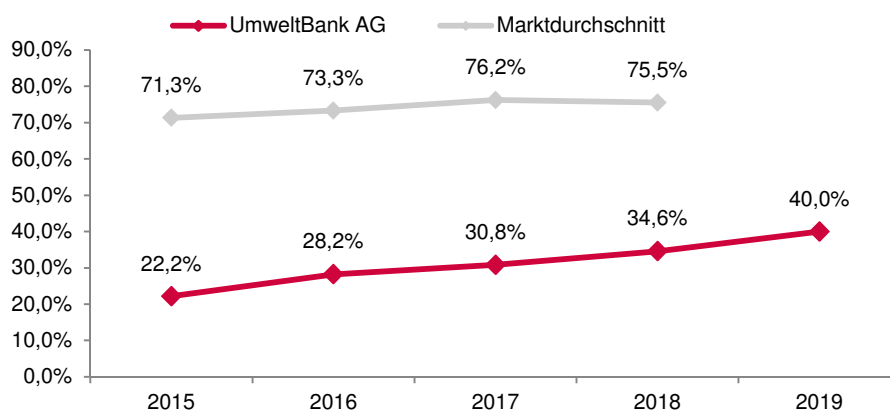
Das rückläufige Zinsniveau bewirkt auch einen Rückgang des Zinsaufwandes auf Kundeneinlagen und Bankverbindlichkeiten. Obwohl diese Verbindlichkeiten in 2019 um insgesamt 10,4 % zugelegt haben, stieg der dazu korrespondierende Zinsaufwand um 8,3 % auf 19,98 Mio. € (VJ: 18,45 Mio. €). Damit verringerte sich die Zinsmarge weiter auf 1,38 % (VJ: 1,49 %), was in Summe zu einer erneut vergleichsweise konstanten Entwicklung des Zinsergebnisses auf 51,00 Mio. € (VJ: 51,23 Mio. €) geführt hat. In unseren bisherigen Schätzungen (siehe Reserchstudie vom 09.12.19) hatten wir ein Zinsergebnis in Höhe von 51,89 Mio. € unterstellt und wir sehen damit unsere Prognose weitestgehend als erfüllt an.

Dass die UmweltBank AG aber einen sichtbaren Anstieg der Gesamterträge auf 82,85 Mio. € (VJ: 75,65 Mio. €) aufweist, ist in erster Linie auf Veräußerungserlöse festverzinslicher Wertpapiere sowie auf einen Anstieg der Erträge aus Beteiligungen auf insgesamt 8,12 Mio. € (VJ: 3,52 Mio. €) zurückzuführen. Zudem legten die Provisionserträge auf 3,75 Mio. € (VJ: 2,45 Mio. €) zu.

Kosten und Ergebnisentwicklung 2019

Bei Gesamtaufwendungen (vor Zuführung zum Fonds für allgemeine Bankrisiken) in Höhe von 56,92 Mio. € (VJ: 50,21 Mio. €) weist die UmweltBank AG eine weiterhin sehr attraktive Cost-Income-Ratio von 40,0 % (VJ: 34,6 %) auf. Dass dieses Verhältnis weiterhin sehr niedrig ist, lässt sich besonders gut anhand des Marktvergleichs ersehen. Über alle Banken Kategorien hinweg lag die Cost-Income-Ratio in 2018 bei 75,5 % (Quelle: Deutsche Bundesbank, September 2019) und damit deutlich über dem Wert der UmweltBank AG.

Cost-Income-Ratio (gem. GBC-Berechnung)



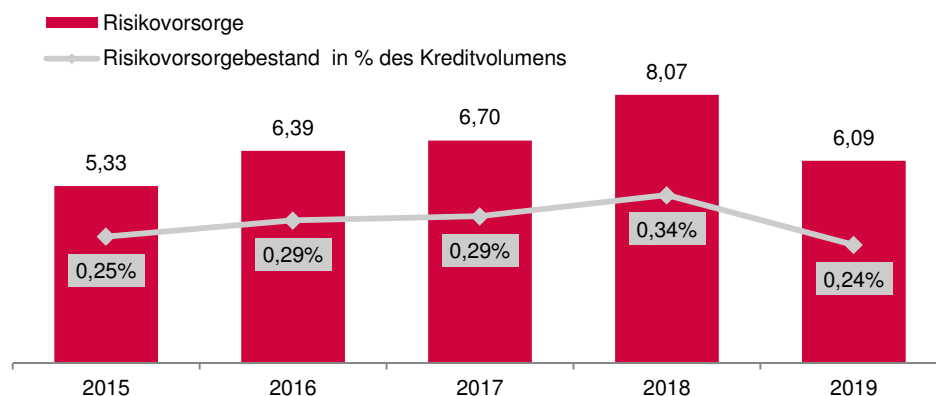
Quelle: UmweltBank AG; GBC AG; Deutsche Bundesbank

Der Anstieg der Gesamtaufwendungen hängt dabei in erster Linie mit dem Ausbau des Geschäftsumfangs zusammen. Hierfür wurde in den vergangenen Geschäftsjahren der Personalbestand sukzessive zum Geschäftsjahresende 2019 auf 201 (31.12.18: 172) weiter ausgebaut, was einen entsprechenden Anstieg des Personalaufwands auf 11,21 Mio. € (VJ: 9,22 Mio. €) zur Folge hatte. Noch Ende 2015 beschäftigte das Kreditinstitut 132 Mitarbeiter. Darüber hinaus hatten planmäßig höhere IT- und Marketingausgaben zum Anstieg der allgemeinen Kostenbasis geführt.

Noch wie vor weist aber die UmweltBank AG, als Direktbank und damit ohne kostspielige Filialinfrastruktur, sehr schlanke Kostenstrukturen auf. Auch auf Produktebene liegt eine insgesamt niedrigere Kostenbasis vor. Es werden dabei weder Girokonten noch Konten für den gewöhnlichen Zahlungsverkehr angeboten, die in der Regel deutlich kostspieliger sind.

Die Gesellschaft ist ausschließlich im besicherten Kreditgeschäft tätig und daher spielt die Risikovorsorge für die UmweltBank AG eine nur untergeordnete Rolle. Da keine risikoreicheren Konsumenten- oder Dispokredite vergeben bzw. eingeräumt werden, macht der Risikovorsorgebestand in Höhe von 6,09 Mio. € (VJ: 8,07 Mio. €), bezogen auf das Gesamtkreditvolumen, lediglich 0,24 % (VJ: 0,34 %) aus. Banken mit einem risikoreicheren Kreditgeschäft müssen in der Regel höhere Vorsorgebestände bilden, was einen entsprechenden Effekt auf die Kosten- und Ertragssituation haben kann.

Risikovorsorgebestand (in Mio. €) und in % des ausstehenden Kreditvolumens



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Da die Zuführungen zum Fonds für allgemeine Bankrisiken in ihrer Höhe grundsätzlich durch den Vorstand frei wählbar sind, sind diese als Steuerungsinstrument für den Ausweis des Nachsteuerergebnisses zu betrachten. Um ein aussagekräftiges Bild zur Ergebnisentwicklung des Kreditinstitutes zu erhalten, haben wir die betrachteten Ergebnisse um diesen Posten bereinigt. 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.

Ohne Zuführung zum Fonds für allgemeine Bankrisiken weist die UmweltBank AG ein Nachsteuerergebnis in Höhe von 25,92 Mio. € (VJ: 25,34 Mio. €) auf. Den höheren Gesamterträgen steht damit ein erwarteter Kostenanstieg in gleicher Höhe gegenüber, was zur konstanten Entwicklung des Nachsteuerergebnisses geführt hatte. In unseren bisherigen Schätzungen haben wir ein Nachsteuerergebnis in Höhe von 25,59 Mio. € erwartet und damit liegt hier eine Punktlandung vor.

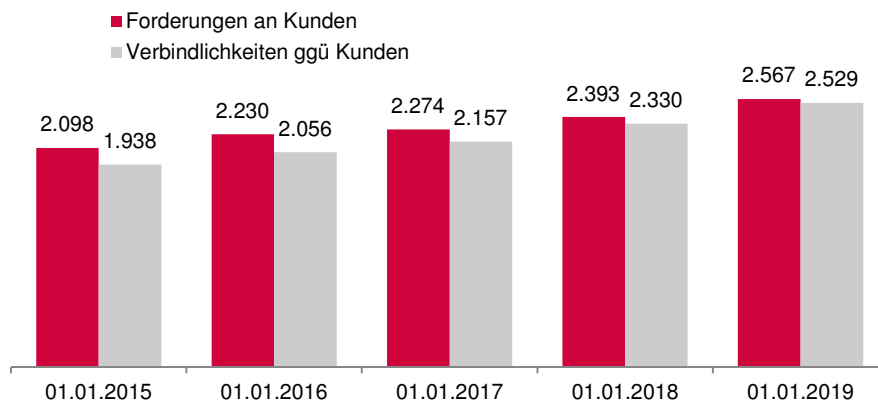
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2019

in Mio. €	31.12.15	31.12.16	31.12.17	31.12.18	31.12.19
Bilanzsumme	2.757,67	3.206,24	3.485,00	3.699,12	4.095,05
Bilanzielles Eigenkapital	90,03	98,43	108,01	119,19	150,56
Aufsichtsrechtliches Eigenkapital*	216,2	256,6	281,6	333,5	378,0
davon hartes Kernkapital*	158,8	181,8	202,0	221,2	260,4
davon zusätzliches Kernkapital*	11,5	29,2	34,2	32,6	30,9
davon Ergänzungskapital*	45,8	45,6	45,4	79,7	86,7
Gesamtkapitalquote	11,0%	12,0%	12,0%	14,0%	14,5%
Kernkapitalquote	8,7%	9,9%	10,0%	10,7%	11,2%
Harte Kernkapitalquote	8,1%	8,5%	8,5%	9,3%	10,0%
Kundeneinlagen	1.938,17	2.055,68	2.157,01	2.330,02	2.529,34
Verb. ggü. Kreditinstituten	570,94	860,73	1.011,95	1.005,59	1.155,99
Kreditvolumen	2.098,15	2.229,82	2.273,56	2.392,77	2.566,62
gehaltene Wertpapiere	288,44	747,21	1.023,68	1.125,71	1.373,31
Liquide Mittel (inkl. Bankeinlagen)	354,77	203,87	155,08	144,66	111,36

Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Das ausgeweitete Geschäftsvolumen der UmweltBank AG wird besonders anhand des Anstiegs der Bilanzsumme auf 4.095,05 Mio. € (31.12.18: 3.699,12 Mio. €) sichtbar. Auf der Aktivseite der UmweltBank-Bilanz, also auf der Seite der Mittelverwendung, wird dieser Anstieg insbesondere von einem Ausbau des Kreditvolumens auf einen neuen Rekordwert von 2.566,62 Mio. € (31.12.18: 2.392,77 Mio. €) getragen. Hier ist insbesondere eine erfolgreiche Entwicklung des Neugeschäftes im Immobilienbereich enthalten, wodurch die rückläufige Kreditvergabe für Solar- und Windprojekte mehr als kompensiert wurde. Parallel dazu kletterte auch der Bestand der gehaltenen Wertpapiere auf 1.373,31 Mio. € (31.12.18: 1.125,71 Mio. €).

Kreditvolumen und Kundeneinlagen (in Mio. €)



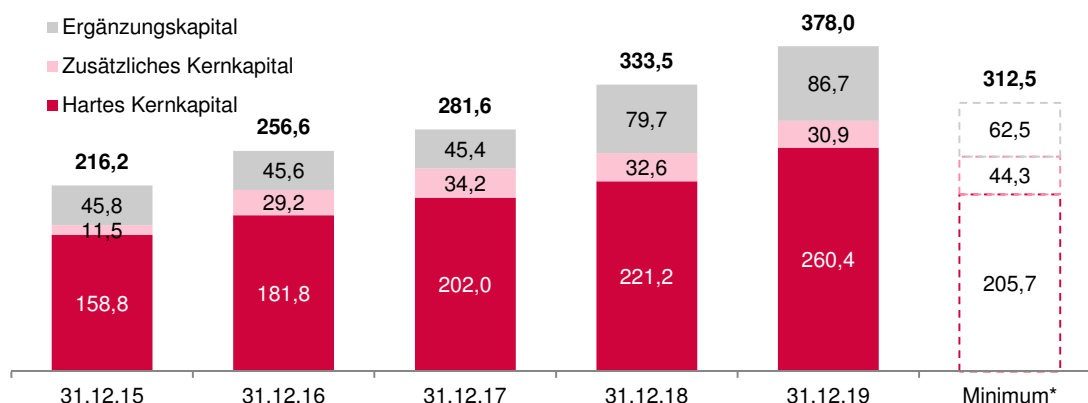
Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Die Mittelherkunft auf der Passivseite der UmweltBank-Bilanz wird von den Kundeneinlagen in Höhe von 2.529,34 Mio. € (31.12.18: 2.330,02 Mio. €) dominiert. Auch hier liegt, analog zum Ausbau des vergebenen Kreditvolumens, über die vergangenen Geschäftsjahre ein sukzessiver Anstieg vor. Gemäß Angaben des UmweltBank-Managements ist die Gewinnung neuer Kundeneinlagen, trotz der niedrigen Zinsniveaus, problemlos möglich. Insgesamt 1.394,62 Mio. € entfallen davon auf das täglich verfügbare Umwelt-Pluskonto. Der Rest der Kundeneinlagen verteilt sich auf Spareinlagen (900,09 Mio. €) und auf vom Kreditinstitut aufgelegten Umweltsparbriefen (234,63 Mio. €). Ein Teil der Refinanzierung wird zudem über Verbindlichkeiten an Kreditinstitute in Höhe von 1.155,99 Mio. € (31.12.18: 1.005,59 Mio. €) abgedeckt. In dieser langfristigen Refinan-

zierungsquelle sind öffentliche Fördermittel, unter anderem von der KfW-Förderbank oder von der Landwirtschaftlichen Rentenbank, enthalten.

Die Eigenkapitalausstattung, als kritische regulatorische Größe sowie als wichtiger Faktor für das Wachstum der Kreditvergabe, hat sich deutlich auf 150,56 Mio. € (31.12.18: 119,19 Mio. €) verbessert. Dieser Wert stellt jedoch lediglich den bilanziellen Ansatz dar, welcher aufgrund der nicht Berücksichtigung beispielsweise von Rückstellungen für allgemeine Bankrisiken kein adäquates Bild liefert. Das von der Gesellschaft publizierte aufsichtsrechtliche Eigenkapital in Höhe von 378,0 Mio. € (31.12.18: 333,5 Mio. €) hat hier eine deutlich höhere Aussagekraft. Mit einer Gesamtkapitalquote von 14,5 % (31.12.18: 14,0 %) wurden dabei die gesetzlichen Anforderungen, wonach die UmweltBank AG eine Mindestquote von 12,0 % vorweisen muss, deutlich übertroffen. Der Anstieg des Gesamtkapitals und damit der Gesamtkapitalquote ist einerseits auf den thesaurierten Teil des Nachsteuerergebnisses zurückzuführen. Darüber hinaus hat das Kreditinstitut in 2019 erfolgreich eine Kapitalerhöhung in Höhe von 23,52 Mio. € durchgeführt und damit das harte Kernkapital weiter ausgebaut:

Entwicklung der Gesamtkapitalbestandteile (in Mio. €)



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG; *gemäß gesetzlichen Anforderungen

PROGNOSE UND BEWERTUNG

in Mio. €	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Zinserträge	70,98	71,62	73,67	75,80
Zinsaufwendungen	19,98	19,95	19,21	18,37
Zinsergebnis	51,00	51,66	54,46	57,42
Übrige Erträge	11,86	12,08	13,02	13,26
Gesamtaufwendungen	47,04	47,99	48,07	48,43
Jahresüberschuss	25,92	24,29	26,27	27,62
EPS in €	0,85	0,79	0,86	0,90
Dividende in €	0,33	0,33	0,35	0,35
Kundeneinlagen	2.529,34	2.633,76	2.747,38	2.866,13
Kreditvolumen	2.566,62	2.694,95	2.829,69	2.971,18
Gesamtkapital	378,00	392,18	407,74	424,64

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

Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2019 hat der UmweltBank-Vorstand in seiner Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2020 ein Wachstum des Geschäftsvolumens in Aussicht gestellt, basierend auf einem weiteren Anstieg der Kundenanzahl. Dennoch wird beim Jahresergebnis vor Steuern ein Wert von ca. 36 Mio. € erwartet, was leicht unterhalb des 2019er Niveaus von 37,61 Mio. € liegen würde. Als Grundlage für die Prognose wird ein erwartetes Neukreditgeschäft auf dem Niveau des Vorjahres herangezogen, dem jedoch ein weiterer Rückgang bei der Zinsmarge gegenüber stehen dürfte. Die steigenden Zinseinnahmen sollten sich daher nur teilweise in einem leichten Anstieg des Zinsergebnisses wiederfinden. Zusammen mit einem Anstieg der übrigen Erträge (Provisionserträge, Erträge aus Wertpapieren) sollte damit zwar ein Anstieg der Gesamterträge erreicht werden, aufgrund eines weiteren Anstieges der Gesamtaufwendungen (Personal, IT, etc.) sollte das Ergebnis dann leicht unter Vorjahresniveau liegen.

Diese Schätzungen beinhalten dabei, sofern dies bis zum aktuellen Zeitpunkt abschätzbar ist, etwaige Auswirkungen aus der Corona-Pandemie. Unserer Ansicht nach dürfte die Corona-Pandemie aufgrund des Geschäftsmodells und damit der Kreditstruktur der Gesellschaft ohnehin einen nur sehr begrenzten Einfluss auf die UmweltBank AG haben. Bei Projektkrediten im Solar- oder Windkraftbereich finden die Zins- und Tilgungsleistungen aus dem laufenden Anlagenbetrieb und damit aus der Einspeisung von Ökostrom statt. Hier liegt keinerlei Abhängigkeit zur aktuellen Corona-Pandemie vor. Auch der Bereich des bezahlbaren Wohnens, in dem die UmweltBank AG besonders engagiert ist, sollte aufgrund der niedrigen Mietniveaus deutlich geringer von der aktuellen Entwicklung betroffen sein. Insgesamt weist das Kreditinstitut ein nur geringes Exposure zu den betroffenen Branchen, wie etwa im Bereich der Gewerbeimmobilien, auf.

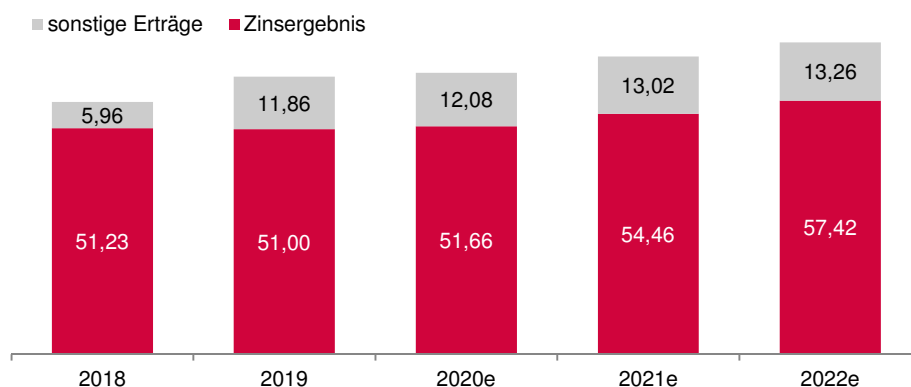
Mögliche Auswirkungen beschränken sich unseres Erachtens insbesondere auf eine mögliche schwächere Entwicklung beim Neukundengeschäft, was sich aus möglichen Verzögerungen beim Bau von Immobilien oder ökologischen Projekten ergeben könnte. Aufgrund der Fokussierung auf den ökologischen Bereich sieht sich das Kreditinstitut jedoch weniger stark betroffen als andere Banken. Insofern wird für das laufende Geschäftsjahr mit einem Anstieg beim Neugeschäft gerechnet, wenngleich dieser etwas weniger dynamischer ausfallen könnte.

Auf der Finanzierungsseite sieht das UmweltBank-Management unverändert keine Einschränkungen und es ist daher kein Engpass erkennbar. Die Nachfrage nach ökologischen Investments ist dabei als weiterhin hoch zu bezeichnen, insbesondere vor dem Hintergrund eines zunehmenden ökologischen Bewusstseins in der deutschen Gesellschaft. Zur Einhaltung der regulatorischen Vorgaben muss ein Anstieg des Kreditge-

schäftes risikogewichtet mit Eigenkapital unterlegt werden. Neben der durchgeführten Kapitalerhöhung in 2019, wodurch ein Emissionserlös in Höhe von 23,52 Mio. € erzielt wurde, dienen die Gewinnrücklagen sowie die Emission von Ergänzungskapital zum Ausbau der Finanzierungsbasis.

Analog zur Unternehmens-Guidance rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr mit einem Ausbau des Kreditvolumens, basierend auf einem Anstieg der Kundeneinlagen. Für 2020 erwarten wir hieraus einen leichten Anstieg der Zinserträge sowie des Zinsergebnisses. Ab dem kommenden Geschäftsjahr 2021 sollte es der UmweltBank AG gelingen, die rückläufige Zinsmarge durch einen stärkeren Anstieg des Geschäftsvolumens zu kompensieren und damit einen sichtbaren Anstieg des Zinsergebnisses zu erreichen. Flankierend hierzu rechnen wir mit einer Verbesserung der sonstigen Erträge, beispielsweise durch einen Erfolg beim Ausbau des Beteiligungsgeschäftes oder beim Vertrieb ökologischer Fonds:

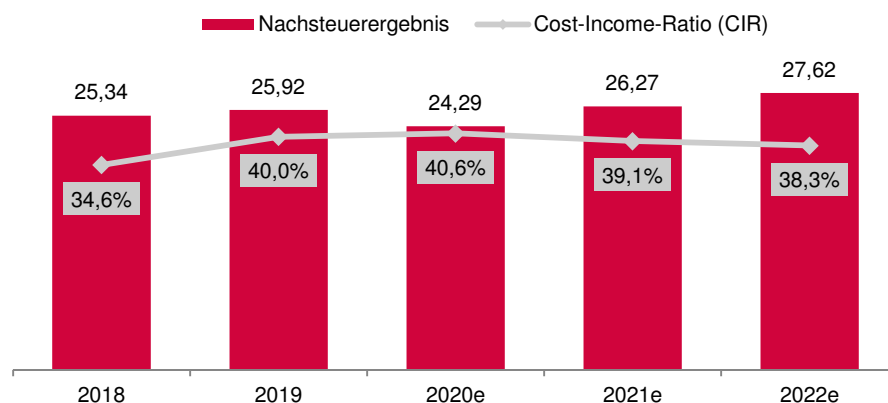
Zinsergebnis und sonstige Erträge



Quelle: GBC AG

Auf Ebene des Nachsteuerergebnisses erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr, aufgrund der ausgebauten Kostenbasis, eine leichte Reduktion. Nach wie vor verfügt die UmweltBank AG im Marktvergleich über eine sehr attraktive Cost-Income-Ratio und damit für ein Kreditinstitut über sehr gute Rentabilitätskennzahlen. Ab dem kommenden Geschäftsjahr sollte sich der erwartete Ertragsanstieg in einem Anstieg des Nachsteuerergebnisses wiederfinden. Damit ist auch die Basis für eine Kontinuität der ausschüttungsfreundlichen Dividendenpolitik gegeben.

Cost-Income-Ratio (in %) und Nachsteuerergebnis (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 2020e – 2022e 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 1,00 %.

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 SDAX-Kursindex sowie den Kursindex STOXX® Europe 600 Banks herangezogen und in der Regressionsanalyse jeweils gemittelt. Auf dieser Basis haben wir ein Beta in Höhe von 0,51 (bisher: 0,53) ermittelt, welches wir zudem gemäß den Arbeiten von *Blume* bereinigt bzw. geglättet haben. Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 3,80 % (bisher: 3,92 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz).

Bewertungsmodell und Bewertungsergebnis

	31.12.19	31.12.20e	31.12.21e	31.12.22e	Endwert
Eigenkapital	271,71	285,90	301,45	318,36	
Jahresüberschuss	25,92	24,29	26,27	27,62	
ROE (nach Steuern)		8,71%	8,94%	8,91%	8,94%
Eigenkapitalkosten		3,80%	3,80%	3,80%	3,80%
Überschussrendite		6,27%	4,91%	5,14%	5,11%
Buchwert-Faktor		2,60	2,29	2,35	2,34
Residualeinkommen		14,52	13,34	14,70	15,41

Gemäß unserem Bewertungsmodell sollte die UmweltBank AG in der Lage sein, bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital, ein Return on Equity (nach Steuern) von nachhaltig 8,94 % zu erzielen. Unter der Annahme von Eigenkapitalkosten von 3,80 % sollte im Endwert damit eine nachhaltige Überrendite von 5,14 % oder ein Buchwertfaktor von 2,35 erwirtschaftet werden. Zur Bestimmung des Endwertes haben wir daher ein Premium über den Buchwert in Höhe von 2,35 angesetzt.

Barwert der Residualeinkommen 2021 und 2022	28,46 Mio. €
Barwert der Residualeinkommen Endwert in Mio. €	415,06 Mio. €
Summe der Barwerte in Mio. €	443,51 Mio. €
Ausstehende Aktien in Mio.	30,61 Mio. €
Fairer Unternehmenswert je Aktie in €	14,50 €

Die Summe der diskontierten Residualeinkommen ergibt einen Wert in Höhe von 443,51 Mio. €. Angesichts einer ausstehenden Anzahl von Aktien von 30,61 Mio. Stück ergibt sich ein fairer Unternehmenswert je Aktie von 14,50 € (bisher: 14,30 €). Dem kurszielmindernden Effekt aus der leichten Prognoseanpassung für 2020 und 2021 steht eine aus der Marktanalyse heraus resultierende Reduktion des Beta und damit des Diskontierungsfaktors gegenüber. Darüber hinaus haben wir erstmals das Geschäftsjahr 2022 (bisher: Geschäftsjahr 2021) als letztes konkretes Schätzzjahr und damit als Basis für den Terminal Value herangezogen.

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

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



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