

UmweltBank AG*5a;7;11

Rating: HALTEN
Kursziel: 21,00 €
(bisher: 20,73 €)

aktueller Kurs: 21,50 €
 24.09.21 / XETRA / 14:13 Uhr
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005570808
 WKN: 557080
 Börsenkürzel: UBKG
 Aktienanzahl³: 31,01
 Marketcap³: 666,72
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: 24.09.21 (15:10 Uhr)

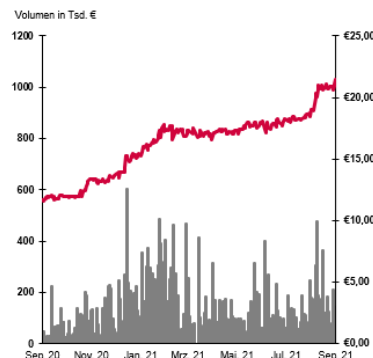
Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 27.09.21 (09:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2022

Unternehmensprofil

Branche: Finanzdienstleistungen
 Fokus: ökologische Geldanlagen, Finanzierung umweltfreundlicher Projekte

Mitarbeiter: 278 (30.06.2021)
 Gründung: 1997
 Firmensitz: Nürnberg
 Vorstand: Goran Bašić, Jürgen Koppmann



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

GuV in Mio. €	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Zinserträge	69,08	77,21	78,75	81,11
Zinsergebnis	52,10	58,93	60,36	62,68
Übrige Erträge	15,15	13,10	13,25	13,50
Jahresüberschuss	26,50	26,97	28,00	29,21

Kennzahlen in EUR				
EPS	0,85	0,87	0,90	0,94
Dividende je Aktie	0,33	0,33	0,35	0,35

Bilanzkennzahlen in Mio. €				
Kundeneinlagen	2.694,11	2.919,78	2.978,18	3.067,52
Kreditvolumen	2.792,66	3.071,93	3.133,37	3.227,37
Gesamtkapital	408,40	425,14	442,29	460,65
Kapitalrentabilität (vor Steuern)	13,0%	12,8%	12,6%	12,5%
Cost-Income-Ratio	43,5%	44,7%	43,7%	43,3%

Finanztermine

07.12.2021: MKK

****letzter Research von GBC:**

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

13.07.2021: RS / 20,73 / KAUFEN

15.02.2021: RS / 18,21 / KAUFEN

03.09.2020: RS / 14,50 / KAUFEN

** 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 2021: Geschäftsvolumen deutlich gesteigert, Prognosen und Kursziel leicht angehoben, nach starker Aktienkursperformance reduziert sich das Rating auf HALTEN

in Mio. €	1.HJ 2018	1.HJ 2019	1.HJ 2020	1.HJ 2021
Zins-, Finanz und Bewertungsergebnis	26,09	30,25	26,03	34,16
Provision- und Handelsergebnis	1,18	2,19	2,38	3,77
Personal- und Verwaltungsaufwand	9,07	10,63	12,81	15,82
Periodenergebnis	12,42	15,29	14,52	14,40

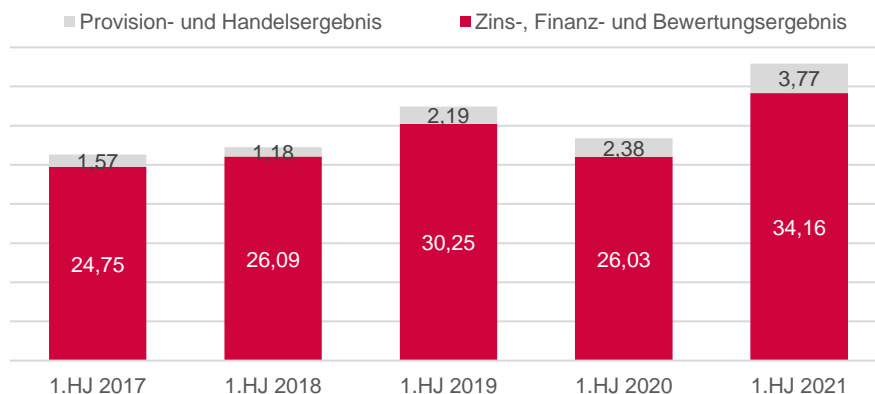
	31.12.18	31.12.19	31.12.20	30.06.21
Geschäftsvolumen	4.119	4.518	5.393	6.157
Bilanzsumme	3.699	4.095	4.944	5.545
Kundeneinlagen	2.330	2.529	2.694	2.850
Umweltkredite	2.895	3.156	3.503	3.720
Eigenmittel, aufsichtsrechtlich	334	378	408	410
Eigenmittelquote, aufsichtsrechtlich	14,0%	14,5%	14,6%	14,3%
Harte Kernkapitalquote, aufsichtsrechtlich	9,3%	10,0%	9,8%	9,7%

Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Die vom Umweltbank-Management in Aussicht gestellte Steigerung des Geschäftsvolumens, also der Bilanzsumme zuzüglich der Eventualverbindlichkeiten und anderen Verpflichtungen, wurde mit Vorlage der Halbjahreszahlen 2021 eindrucksvoll bestätigt. Gegenüber dem Geschäftsjahresende 2020 erhöhte sich das Geschäftsvolumen signifikant um +14,2 % auf 6,16 Mrd. € (31.12.20: 5,39 Mrd. €). Ursprünglich hatte das Kreditinstitut bis zum Geschäftsjahresende 2021 mit einem Anstieg des Geschäftsvolumens auf 5,8 Mrd. € gerechnet.

Besonders im Vordergrund steht dabei der starke Zuwachs beim Neukreditvolumen in Höhe von etwa 400 Mio. €. Nach Unternehmensangaben wurde im Vergleich zur Vorjahresperiode ein starker Anstieg bei den Neufinanzierungen erreicht, so dass das ausstehende Kreditvolumen auf 3,72 Mrd. € (31.12.20: 3,50 Mrd. €) sichtbar zugelegt hat. Dies hat zu einer deutlichen Erhöhung des Zins-, Finanz- und Bewertungsergebnisses um 31,2 % auf 34,16 Mio. € (VJ: 26,03 Mio. €) geführt. Wir gehen davon aus, dass es sich hier in erster Linie um einen starken Anstieg beim Zinsergebnis (Zinserträge aus Kreditgeschäft abzüglich Zinsaufwand aus dem Einlagengeschäft) handelt.

Erträge auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



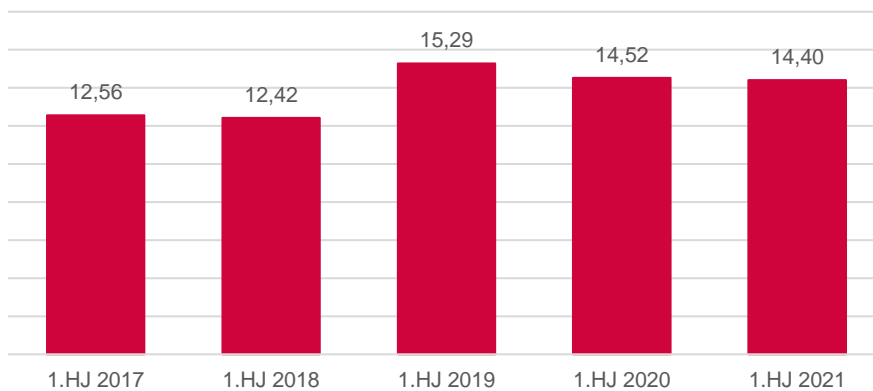
Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Gleichzeitig profitiert die UmweltBank AG von der positiven Entwicklung im Wertpapiergeschäft, so dass das Provisions- und Handelsergebnis in Summe auf 3,77 Mio. € (VJ: 2,38 Mio. €) ebenfalls deutlich zugelegt hat. Unseres Erachtens dürfte sich hier der Er-

folgt des im Februar 2020 aufgelegten ersten eigenen Fonds UmweltSpektrum Mix wiederfinden. Nachdem das Fondsvolumen Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres 2020 noch rund 42 Mio. € umfasste, kletterte dieses zum Ende der Berichtsperiode auf 72 Mio. €. In den ersten sechs Monaten 2021 hat der Fonds eine positive Wertentwicklung in Höhe von +12,8 % erreicht.

Dass trotz des deutlichen Anstiegs der Ertragskomponenten beim Nachsteuerergebnis in Höhe von 14,40 Mio. € (VJ: 14,52 Mio. €) eine nur konstante Entwicklung ausgewiesen wird, ist auf zwei Faktoren zurückzuführen. Einerseits hatte die UmweltBank AG im ersten Halbjahr 2020, im Zuge eines Vergleiches aus einem Rechtsstreit, einmalige Sondererträge in Höhe 4,16 Mio. € zuzüglich 5 % vereinnahmt. Darüber hinaus wurde, wie im Vorfeld erwartet, die Mitarbeiterzahl weiter auf 278 (VJ: 234) ausgebaut, wodurch der Personalaufwand und die Verwaltungsaufwendungen insgesamt auf 15,82 Mio. € (VJ: 12,81 Mio. €) sichtbar zugelegt haben.

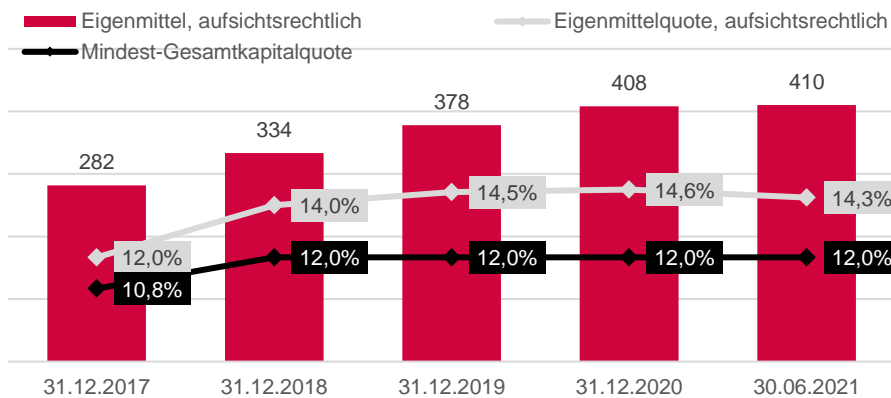
Periodenergebnis (in Mio. €)



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Analog zum positiven Nachsteuerergebnis, allerdings nach Abzug der im ersten Halbjahr erfolgten Dividendenauszahlung in Höhe von 10,23 Mio. €, verbesserte sich das aufsichtsrechtliche Eigenkapital auf rund 410 Mio. € (31.12.20: 408 Mio. €). Mit einer aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalquote von 14,3 % (31.12.20: 14,6 %) wird weiterhin die aufsichtsrechtliche Vorgabe von 12,0 % deutlich übertroffen.

Gesamtkapital (in Mio. €) und Gesamtkapitalquote (in %)



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Prognose GJ 2021e – 2023e

in Mio. €	GJ 2020	GJ 21e (alt)	GJ 21e (neu)	GJ 22e (alt)	GJ 22e (neu)	GJ 23e (alt)	GJ 23e (neu)
Zinserträge	69,08	74,69	77,21	77,68	78,75	80,01	81,11
Zinsaufwendungen	16,97	17,88	18,28	18,34	18,40	18,38	18,43
Zinsergebnis	52,10	56,82	58,93	59,34	60,36	61,63	62,68
Übrige Erträge	15,15	11,98	13,10	12,03	13,25	11,99	13,50
Gesamtaufwendungen*	46,38	47,72	50,64	48,79	50,82	49,43	51,65
EBT*	37,85	38,95	39,67	40,93	41,18	42,57	42,96
EAT*	26,50	26,48	26,97	27,83	28,00	28,95	29,21
EPS in €	0,85	0,85	0,87	0,90	0,90	0,93	0,94
Dividende in €	0,33	0,33	0,33	0,35	0,35	0,35	0,35
Kundeneinlagen	2.694,11	2.855,76	2.919,78	2.969,99	2.978,18	3.059,09	3.067,52
Kreditvolumen	2.792,66	2.960,22	3.071,93	3.078,63	3.133,37	3.170,99	3.227,37
Gesamtkapital	408,40	424,65	425,14	441,63	442,29	459,73	460,65

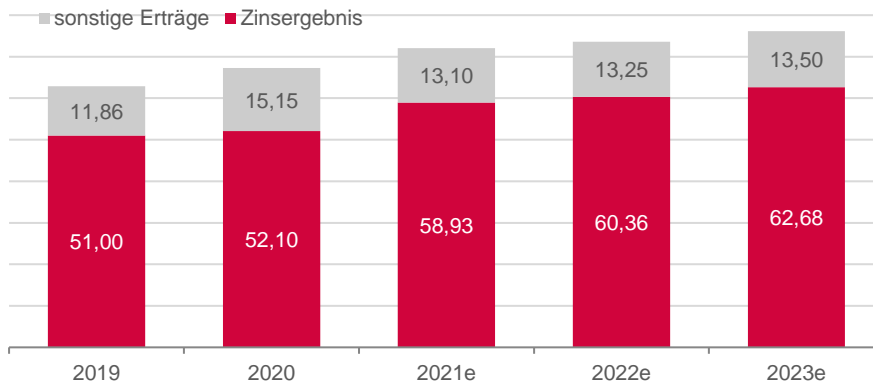
Quelle: GBC AG; *ohne Zuführung zum Fonds für allgemeine Bankrisiken

In den ersten sechs Monaten 2021 hat die UmweltBank AG einen unerwartet starken Anstieg des Geschäftsvolumens und damit der Gesamterträge erreicht. Das Geschäftsvolumen in Höhe von 6,16 Mrd. € liegt bereits zum Halbjahr deutlich oberhalb der bisherigen Guidance, die bis zum Ende des laufenden Geschäftsjahres 2021 einen Anstieg des Geschäftsvolumens auf 5,8 Mrd. € in Aussicht gestellt hatte. Mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen hat das UmweltBank-Management nun die Guidance angehoben und erwartet bis zum Geschäftsjahresende eine Steigerung auf 6,4 Mrd. €. Dies dürfte naturgemäß mit einem deutlichen Anstieg der Gesamterträge einhergehen, welche durch den Erfolg in der Vermögensverwaltung sowie im Beteiligungsgeschäft zusätzliche Impulse erhalten sollte.

Trotz der daraus resultierenden Anhebung der Ertragserwartungen, rechnet das Management der UmweltBank AG unverändert mit einem Ergebnis vor Steuern auf dem Niveau des Vorjahres. Dies impliziert, dass die höheren Erträge für Investitionen in Personal, Verwaltung und IT genutzt werden, was mit höheren Kosten einhergehen wird. Sichtbar wurde dies bereits anhand der Entwicklung des ersten Halbjahres 2021, wo trotz deutlicher Steigerung der Erlöse, beim Periodenergebnis eine konstante Entwicklung ausgewiesen wurde.

In unseren Prognosen (siehe Researchstudie Anno vom 13.07.2021) hatten wir bereits steigende Umsätze und eine stabile Entwicklung des Nachsteuerergebnisses unterstellt. Auf Basis der Halbjahreszahlen 2021 wird es jedoch ersichtlich, dass zumindest unsere Top-Line-Prognosen zu niedrig sind. Daher heben wir sowohl unsere Schätzungen hinsichtlich des Zinsergebnisses als auch die Prognosen der übrigen Erträge an. In den übrigen Erträgen haben wir die Provisionserträge sowie die Erträge aus Beteiligungen und die Erlöse des Handelsbestandes zusammengefasst. Während das Zinsergebnis von der Steigerung des Geschäftsvolumens profitieren sollte, gehen wir von höheren Erträgen bei der Vermögensverwaltung (Erträge im Zusammenhang mit dem Fonds UmweltSpektrum Mix sowie weiteren geplanten Fondsprodukten) aus. Damit ergibt sich für die kommenden Geschäftsjahre eine höhere Ausgangsbasis und wir heben dementsprechend auch unsere Erlösschätzungen für die Geschäftsjahre 2022 und 2023 leicht an.

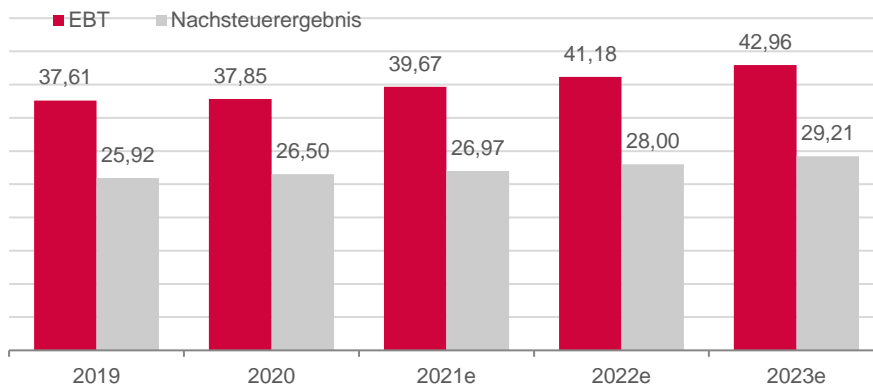
Prognose Zinsergebnis und sonstige Erträge (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Trotz höherer Erlösprognosen ergeben sich bei unseren Ergebnisschätzungen, analog zur Unternehmens-Guidance, nur geringe Änderungen. Wir gehen dabei von fortgesetzten überproportionalen Kostensteigerungen aus, speziell getrieben durch einen bereits umgesetzten regulatorisch bedingten Ausbau der Belegschaft. Auch für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir mit einem steigenden Personalaufwand sowie mit erhöhten Verwaltungsaufwendungen, so dass unterm Strich eine vergleichsweise konstante Ergebnisentwicklung vorliegen dürfte.

Prognose EBT und EAT vor Zuführung zum Fonds für Bankrisiken (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Bewertung

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

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

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

Bestimmung der Kapitalkosten

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

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

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

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

Bewertungsmodell und Bewertungsergebnis

	31.12.20	31.12.21e	31.12.22e	31.12.23e	Endwert
Eigenkapital	292,04	308,78	325,93	344,29	
Jahresüberschuss	26,50	26,97	28,00	29,21	
ROE (nach Steuern)		8,98%	8,82%	8,72%	8,72%
Eigenkapitalkosten		3,06%	3,06%	3,06%	3,06%
Überschussrendite		5,92%	5,76%	5,66%	5,66%
Buchwert-Faktor		2,93	2,88	2,85	2,85
Residualeinkommen		17,28	17,80	18,44	654,79

Gemäß unserem Bewertungsmodell sollte die UmweltBank AG in der Lage sein, bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital, ein Return on Equity (nach Steuern) von nachhaltig 8,72 % zu erzielen. Unter der Annahme von Eigenkapitalkosten von 3,06 % sollte im Endwert damit eine nachhaltige Überrendite von 5,66 % oder ein Buchwertfaktor von 2,85 erwirtschaftet werden. Zur Bestimmung des Endwertes haben wir daher ein Premium über den Buchwert in Höhe von 2,85 angesetzt.

Barwert der Residualeinkommen 2022 und 2023	34,63 Mio. €
Barwert der Residualeinkommen Endwert in Mio. €	616,48 Mio. €
Summe der Barwerte in Mio. €	651,11 Mio. €
Ausstehende Aktien in Mio.	31,01 Mio. €
Fairer Unternehmenswert je Aktie in €	21,00 €

Die Summe der diskontierten Residualeinkommen ergibt auf Kurszielbasis 31.12.2022 einen Wert in Höhe von 651,11 Mio. €. Angesichts einer ausstehenden Anzahl von Aktien von 31,01 Mio. Stück kalkuliert sich ein fairer Unternehmenswert je Aktie in Höhe von 21,00 € (bisher: 20,73 €). Die Kurszielsteigerung ergibt sich in erster Linie aus der Anhebung der Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2021 sowie darauf basierend der leichten Anhebung der Schätzungen für die kommenden beiden Geschäftsjahre 2022 und 2023.

Gegenüber unserer letzten Researchstudie (siehe Studie vom 13.07.2021) ist der Aktienkurs der UmweltBank AG um 19,6 % gestiegen. Daher weist unser Modellergebnis gegenüber dem aktuellen Aktienkurs in Höhe von 21,10 € kein weiteres Kurspotenzial auf, so dass wir unser Rating auf HALTEN (bisher: KAUFEN) herabstufen.

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