

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

KAUFEN

Kursziel: 19,05 €
(bisher: 21,00 €)

aktueller Kurs: 15,95 €
24.02.22 / XETRA / 09:44 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005570808
WKN: 557080
Börsenkürzel: UBKG
Aktienanzahl³: 35,44
Marketcap³: 565,27
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 8

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 24.02.22 (10:01 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 24.02.22 (12:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2022

Unternehmensprofil

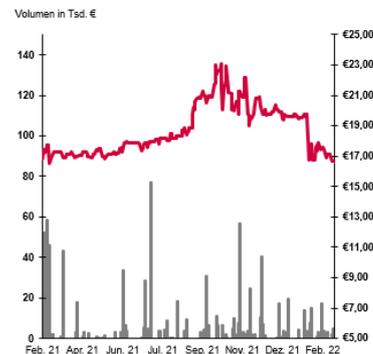
Branche: Finanzdienstleistungen
Fokus: ökologische Geldanlagen, Finanzierung umweltfreundlicher Projekte

Mitarbeiter: 299 (31.12.2021)

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 fast 25.000 Kreditprojekte gefördert. Ende 2021 standen Umweltkredite (inkl. offene Zusagen) im Gesamtvolumen von 3,9 Mrd. Euro zu Buche. Der überwiegende Großteil des Kreditvolumens besteht aus Sonnenenergiefinanzierungen, Wohnimmobilien und Windkraftprojekten.

GuV in Mio. €	GJ 2020	GJ 2021*	GJ 2022e	GJ 2023e
Zins-, Finanz und Bewertungsergebnis	54,35	63,20	64,01	66,38
Provisions- und Handelsergebnis	5,15	9,42	10,15	11,27
Ergebnis vor Steuern	37,85	38,09	38,47	41,52
Ergebnis nach Steuern	26,50	25,38	26,16	28,23

Kennzahlen in EUR

EPS	0,85	0,72	0,74	0,80
Dividende je Aktie	0,33	0,33	0,35	0,35

* laut vorläufigen Zahlen

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

Finanztermine

27.04.2022: Testierte Zahlen
25.05.2022: Frühjahreskonferenz
Ende Mai 2022: Geschäftsbericht 2021
23.06.2022: Hauptversammlung
08.08.2022: Halbjahreszahlen
15.11.2022: MKK

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
27.09.2021: RS / 21,00 / HALTEN
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“

Vorläufige Zahlen 2021: Starker Anstieg der Erträge; Konstante Entwicklung des Vorsteuerergebnisses erwartet; Prognose leicht reduziert und Verwässerungseffekt berücksichtigt; Kursziel auf 19,05 € (bisher: 21,00 €) leicht reduziert; Rating: KAUFEN

in Mio. €	2018	2019	2020	2021*
Zins-, Finanz- und Bewertungsergebnis	51,89	54,42	54,35	63,20
Provisions- und Handelsergebnis	2,61	5,08	5,15	9,42
Ergebnis vor Steuern	37,31	37,61	37,85	38,09
Ergebnis nach Steuern und vor Rücklagen	25,34	25,92	26,50	25,38

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

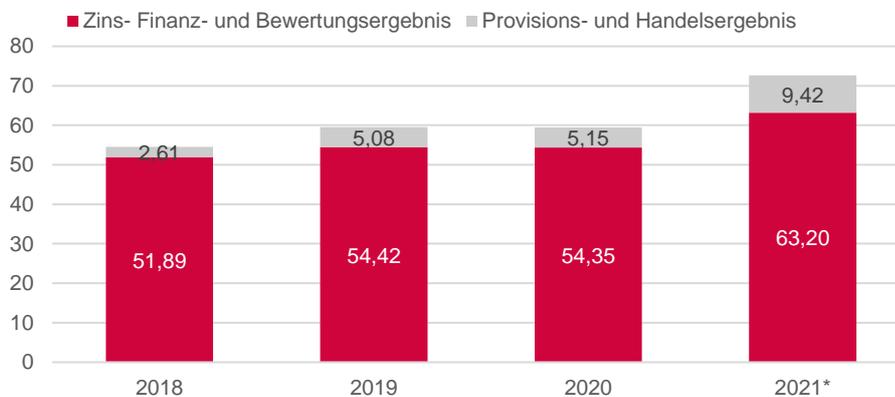
Vorläufige Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2021

Wie erwartet hat sich Geschäftsentwicklung der UmweltBank AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 dynamisch entwickelt. Gemäß vorläufigen Zahlen erhöhte sich das Geschäftsvolumen, also die Bilanzsumme zuzüglich Eventualverbindlichkeiten und anderen Verpflichtungen, zum 31.12.2021 um 19,7 % auf 6.456 Mio. € (31.12.2020: 5.393 Mio. €). Ursprünglich war das UmweltBank-Management von einem Anstieg des Geschäftsvolumens auf 5,8 Mrd. € ausgegangen, bevor mit der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2021 die Guidance auf 6,4 Mrd. € angehoben wurde.

Die jeweils besser als erwartete Entwicklung ist in erster Linie der weiterhin sehr positiven Entwicklung des Neukreditvolumens zu verdanken. Mit der Neuvergabe von Krediten in einem Volumen in Höhe von insgesamt 845 Mio. € (VJ: 689 Mio. €) lag eine sehr hohe Finanzierungsnachfrage aus dem Immobiliensektor und dem Bereich der Erneuerbaren Energien vor. Gegenüber dem Vorjahresstichtag erhöhten sich die ausstehenden Umwelt-Kredite um 10,8 % auf 3.880 Mio. € (VJ: 3.503 Mio. €). Auf dieser ausgeweiteten Grundlage basierend, hat sich die Haupteinnahmequelle der Gesellschaft, das Zins-, Finanz- und Bewertungsergebnis, erheblich auf 63,20 Mio. € (VJ: 54,35 Mio. €) gesteigert.

In den vergangenen Berichtsperioden hat die UmweltBank AG zudem das Fonds- und Beteiligungsgeschäft ausgebaut und damit das Provisions- und Handelsergebnis ebenfalls signifikant auf 9,42 Mio. € (VJ: 5,15 Mio. €) gesteigert. Das Volumen des im Februar 2020 aufgelegten UmweltSpektrum Mix-Fonds erhöhte sich per 31.12.2021 auf rund 100 Mio. € (31.12.2020: 42,5 Mio. €). Parallel dazu wurde das innerhalb der UmweltProjekt zusammengefasste Beteiligungsgeschäft ausgeweitet.

Erträge auf Gesamtjahresbasis (in Mio. €)



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

Die im Vergleich zum deutlichen Geschäftsanstieg nur leichte Steigerung des Vorsteuerergebnisses auf 38,09 Mio. € (VJ: 37,85 Mio. €) ist im Rahmen der Unternehmensguidance ausgefallen, die eine konstante Ergebnisentwicklung in Aussicht gestellt hatte. Einerseits hatte die UmweltBank AG im Zuge eines Vergleiches aus einem Rechtsstreit in 2020 einmalige Sondererträge in Höhe von 4,16 Mio. € vereinnahmt, wodurch das Vorjahresergebnis höher ausgefallen ist. Auf der anderen Seite hat das Unternehmen, als Grundlage für das erwartete weitere Wachstum, einen deutlichen Personalaufbau vorgenommen. Gegenüber dem Vorjahreswert von 250 kletterte zum Jahresende der Personalbestand auf 299 und damit stieg der Personalaufwand auf 16,77 Mio. € (VJ: 13,78 Mio. €) sichtbar an. Auch die anderen Verwaltungsaufwendungen, hier insbesondere die Bankabgabe für Einlagensicherung, erhöhten sich auf 4,10 Mio. € (VJ: 2,68 Mio. €). Die Insolvenz des Greensill-Konzerns hatten den Einlagensicherungs-Bestand um rund 3,5 Mrd. € reduziert.

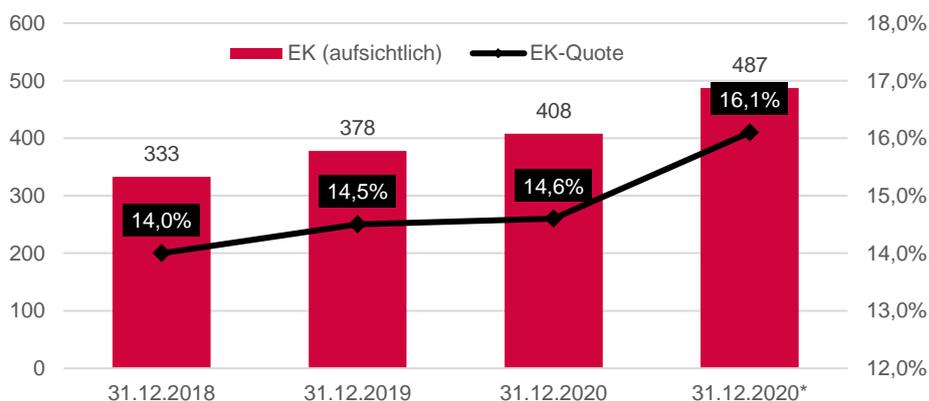
Bilanzbild zum 31.12.2021

in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021*
Bilanzsumme	3.699	4.095	4.944	5.933
Kundeneinlagen	2.330	2.529	2.694	2.954
Umweltkredite	2.895	3.156	3.503	3.880
Eigenmittel (aufsichtlich)	333	378	408	487
EK-Quote (aufsichtlich)	14,0%	14,5%	14,6%	16,1%

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

Die Ausweitung des Geschäftes findet sich im starken Anstieg der Bilanzsumme auf 5.933 Mio. € (VJ: 4.944 Mio. €) wieder. Auf der Passivseite wird dieser Anstieg in erster Linie durch einen Anstieg der Kundeneinlagen getragen und dürfte zudem von der zinsgünstigen Aufnahme längerfristiger EZB-Refinanzierungsgelder (GLRG) geprägt sein. Auch das Eigenkapital hat einen sichtbaren Anstieg auf 487 Mio. € (VJ: 408 Mio. €) verzeichnet. Neben dem positiven Nachsteuerergebnis in Höhe von 25,38 Mio. € (vor Zuführung in die Rücklagen) ist hierfür insbesondere die im Oktober 2021 erfolgreich durchgeführte Kapitalerhöhung verantwortlich. Mit der Ausgabe von 4,43 Mio. neuen Aktien hat die Gesellschaft einen Bruttoemissionserlös in Höhe von ca. 73 Mio. € eingenommen.

Aufsichtliche Eigenmittel (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



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

Auf der Aktivseite der Bilanz legten insbesondere die ausgegebenen Umweltkredite um 10,8 % auf 3.880 Mio. € (31.12.2020: 3.503 Mio. €) zu. Im vergangenen Geschäftsjahr hat das Kreditinstitut hier eine nochmals stärkere Nachfrage aus dem Immobilienbereich und dem Segment Erneuerbare Energien bedient.

Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	2020	2021*	2022e (neu)	2022e (alt)	2023e (neu)	2023e (alt)
Zins-, Finanz- und Bewertungsergebnis	54,35	63,20	64,01	64,01	66,38	66,38
Provisions- und Handelsergebnis	5,15	9,42	10,15	6,90	11,27	7,56
Ergebnis vor Steuern	37,85	38,09	38,47	41,18	41,52	42,96
Ergebnis nach Steuern und vor Rückla-	26,50	25,38	26,16	28,00	28,23	29,21

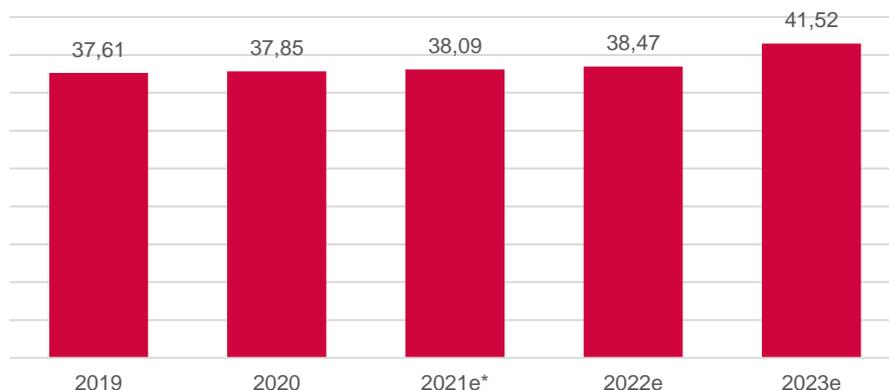
Quelle: UmweltBank AG; GBC AG; *gemäß vorläufigen Zahlen

Mit der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen hat die UmweltBank AG die Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2022 publiziert. Insgesamt rechnet der Vorstand mit steigenden Erträgen, denen jedoch höhere Aufwendungen gegenüberstehen, so dass nur eine konstante Entwicklung des Vorsteuerergebnisses in Höhe von ca. 38 Mio. € erwartet wird. Die erwartete Kostensteigerung hängt einerseits mit dem umgesetzten Personalausbau zusammen, womit eine größere Kostenbasis gegeben ist. Vor allem dürften aber die höheren Kosten mit dem geplanten Wechsel des Kernbankensystems zusammenhängen. Gemäß UmweltBank-Management sollten die mit dem Wechsel zusammenhängenden Investitionskosten in 2022 insgesamt bei rund 3,0 Mio. € liegen.

Insgesamt sieht das UmweltBank-Management in allen Kreditnehmerbranchen (Immobilien, Windkraft, Photovoltaik), insbesondere vor dem Hintergrund des verstärkten Fokus auf nachhaltige Themen, ein gutes Marktumfeld vorliegen. Mit der erfolgreichen Kapitalerhöhung wurde die Kapitalbasis für die Kreditvergabe deutlich ausgeweitet. Darüber hinaus soll mit der Emission von weiteren UmweltSpektrum-Fonds die Basis für das Provisionsergebnis weiter gesteigert werden. Bis Ende 2022 soll das Volumen der UmweltSpektrum-Fonds auf 230 Mio. € mehr als verdoppelt werden. Ferner soll das Beteiligungsgeschäft, ebenfalls ausgebaut werden. Diesbezüglich wird der Fokus bei der Kundenansprache auf den Bereich Fonds und Wertpapieranlagen gelegt werden.

Wir passen unsere bisherigen Prognosen an die neue Unternehmens-Guidance an. Analog dazu rechnen wir für 2022 mit einem Vorsteuerergebnis in Höhe von 38,47 Mio. € (bisherige GBC-Prognose: 41,18 Mio. €) und für das kommende Geschäftsjahr 2023 mit einem Vorsteuerergebnis in Höhe von 41,52 Mio. € (bisherige GBC-Prognose: 42,96 Mio. €).

GBC-Prognose Vorsteuerergebnis (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 Vergleichsindex haben wir dabei den Kursindex STOXX® Europe 600 Banks herangezogen. Auf dieser Basis haben wir ein Beta in Höhe von 0,49 (bisher: 0,51) ermittelt, welches wir gemäß den Arbeiten von *Blume* bereinigt bzw. geglättet haben. Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 2,96 % (bisher: 3,06 %) (Beta multipliziert mit Risiko­prämie plus risikolosem Zinssatz).

Bewertungsmodell und Bewertungsergebnis

	31.12.20	31.12.21e	31.12.22e	31.12.23e	Endwert
Eigenkapital	292,04	378,73	392,48	408,32	
Jahresüberschuss	26,50	25,38*	26,16	28,23	
ROE (nach Steuern)		7,57%	6,78%	7,05%	7,80%
Eigenkapitalkosten		2,96%	2,96%	2,96%	2,96%
Überschussrendite		4,61%	3,83%	4,09%	4,84%
Buchwert-Faktor		2,56	2,29	2,38	2,64
Residualeinkommen		13,47	14,49	16,07	684,59

* gemäß vorläufigen Zahlen

Gemäß unserem Bewertungsmodell sollte die UmweltBank AG in der Lage sein, bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital, ein Return on Equity (nach Steuern) von nachhaltig 7,8 % zu erzielen. Unter der Annahme von Eigenkapitalkosten von 2,96 % sollte im Endwert damit eine nachhaltige Überrendite von 4,84 % oder ein Buchwertfaktor von 2,64 erwirtschaftet werden. Zur Bestimmung des Endwertes haben wir daher ein Premium über den Buchwert in Höhe von 2,64 angesetzt.

Barwert der Residualeinkommen 2022 und 2023	29,24 Mio. €
Barwert der Residualeinkommen Endwert in Mio. €	645,83 Mio. €
Summe der Barwerte in Mio. €	675,06 Mio. €
Ausstehende Aktien in Mio.	35,44 Mio. €
Fairer Unternehmenswert je Aktie in €	19,05 €

Die Summe der diskontierten Residualeinkommen ergibt einen Wert in Höhe von 675,06 Mio. €. Angesichts einer ausstehenden Anzahl von Aktien von 35,44 Mio. Stück ergibt sich ein fairer Unternehmenswert je Aktie von 19,05 € (bisher: 21,00 €). Die Kurszielreduktion ist einerseits eine Folge des Verwässerungseffektes nach dem Einbezug der höheren Aktienzahl nach der durchgeführten Kapitalerhöhung. Darüber hinaus haben wir eine leichte Reduktion der erwarteten Ergebnisse in 2022 und 2023 vorgenommen. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 15,95 € vergeben wir das Rating KAUFEN (bisher: 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: (4,5a,6a,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

Marcel Goldmann, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG

Halderstraße 27

D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0

Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de