

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 14,65 €
(bisher: 16,00 €)

aktueller Kurs: 12,30 €
 24.02.23 / XETRA / 11:25 Uhr
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005570808
 WKN: 557080
 Börsenkürzel: UBKG
 Aktienanzahl³: 35,66
 Marketcap³: 438,62
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: 24.02.23 (13:18 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 27.02.23 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

Unternehmensprofil

Branche: Finanzdienstleistungen
 Fokus: ökologische Geldanlagen, Finanzierung umweltfreundlicher Projekte

Mitarbeiter: 332 (31.12.2022)

Gründung: 1997

Firmensitz: Nürnberg

Vorstand: Goran Bašić, Jürgen Koppmann; Heike Schmitz



Die UmweltBank AG steht für Bankgeschäfte mit ökologischer und sozialer Verantwortung. Sie bietet Anlegern transparente ökologische Geldanlagen an und fördert deutschlandweit Privatpersonen und gewerbliche Kunden durch die Finanzierung umweltfreundlicher Projekte. Mit dem abschließlichen 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 2022 standen Umweltkredite (inkl. offene Zusagen) im Gesamtvolumen von 3,7 Mrd. Euro zu Buche. Der überwiegende Großteil des Kreditvolumens besteht aus Sonnenenergiefinanzierungen, Wohnimmobilien und Windkraftprojekten.

GuV in Mio. €	GJ 2021	GJ 2022*	GJ 2023e	GJ 2024e
Zins-, Finanz und Bewertungsergebnis	63,20	74,09	58,14	60,11
Provisions- und Handelsergebnis	9,42	9,35	9,23	13,43
Ergebnis vor Steuern	38,09	39,19	20,40	31,65
Ergebnis nach Steuern (vor Rücklagen)	25,38	30,54	13,87	21,52

Kennzahlen in EUR

EPS	0,72	0,86	0,39	0,60
Dividende je Aktie	0,33	0,33	0,16	0,24

* laut vorläufigen Zahlen

Finanztermine

24.04.2023: Testierte Zahlen 2022
 Ende Mai 2023: Geschäftsbericht 2022
 29.06.2023: Hauptversammlung
 07.08.2023: Halbjahreszahlen 2023

****letzter Research von GBC:**

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
 09.11.2022: RS / 16,00 / KAUFEN
 22.08.2022: RS / 16,30 / HALTEN
 04.07.2022: RS / 17,20 / HALTEN
 24.02.2022: RS / 19,05 / 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 2022: Erwartungsgemäßer erfolgreicher Abschluss in 2022; Geschäftsjahre 2023 und 2024 sind als Transformationsjahre zu sehen; zunächst deutlicher Ergebnisrückgang erwartet; Kursziel auf 14,65 € reduziert; Rating KAUFEN

in Mio. €	2019	2020	2021	2022*
Zins-, Finanz- und Bewertungsergebnis	54,42	54,35	63,20	74,09
Provisions- und Handelsergebnis	5,08	5,15	9,42	9,35
Ergebnis vor Steuern	37,61	37,85	38,09	39,19
Ergebnis nach Steuern und vor Rücklagen	25,92	26,50	25,38	30,54

	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022*
Bilanzsumme	4.095	4.944	5.933	5.988
Kundeneinlagen	2.529	2.694	2.954	3.176
Umweltkredite	3.156	3.503	3.543	3.703
Eigenmittel (aufsichtlich)	378	408	487	504
EK-Quote (aufsichtlich)	14,5%	14,6%	16,1%	15,7%

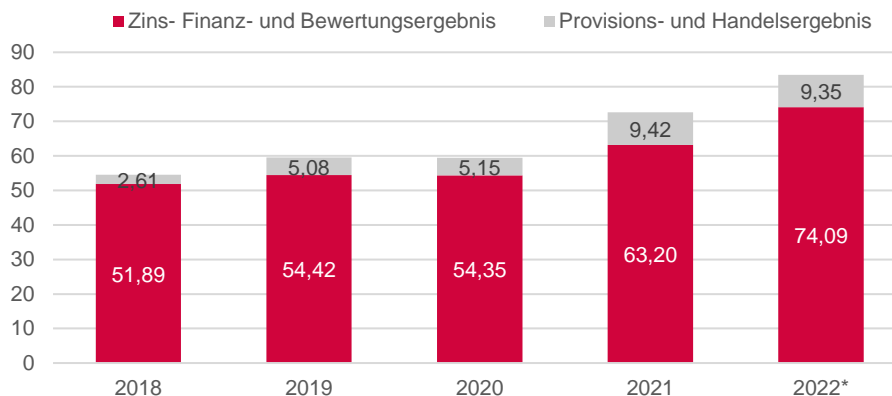
Quelle: UmweltBank AG; GBC AG; *gemäß vorläufigen Zahlen

Vorläufige Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2022

Gemäß vorläufigen Zahlen ist es der UmweltBank AG in einem insgesamt herausfordernden Marktumfeld gelungen, den Wachstumskurs fortzusetzen. Augenfällig ist dabei der weitere Anstieg der Bilanzsumme um 1,0 % auf ca. 6,00 Mrd. € (31.12.21: 5,93 Mrd. €), welcher auf der Aktivseite von einem Anstieg der ausgegebenen Umweltkredite und auf der Passivseite von einem Anstieg der Kundeneinlagen getragen wurde.

Die ausstehenden Umweltkredite, die sich, inklusive offenen Zusagen, per 31.12.22 auf 3,70 Mrd. € (31.12.21: 3,54 Mrd. €) belaufen, profitierten von einem Neukreditvolumen in Höhe von 623 Mio. € (VJ: 845 Mio. €). Zwar liegt dieses weiterhin auf hohem Niveau, die Wachstumsgeschwindigkeit hat sich jedoch angesichts der konjunkturellen Lage verlangsamt. Dies gilt insbesondere für die Kreditnachfrage nach privaten Baufinanzierungen, wo nach Angaben der UmweltBank AG insbesondere in der zweiten Jahreshälfte ein Nachfragerückgang verzeichnet wurde. Angesichts der von Preis- und Zinssteigerungen sowie der allgemein unsicheren konjunkturellen Lage, ist diese Entwicklung nicht überraschend. Demgegenüber steht aber eine weiterhin hohe Nachfrage aus dem Bereich der Erneuerbaren Energien und darüber hinaus zeigte sich das Geschäft mit der gewerblichen Immobilienfinanzierung vergleichsweise robust.

Entwicklung der zwei Erlössegmente (in Mio. €)



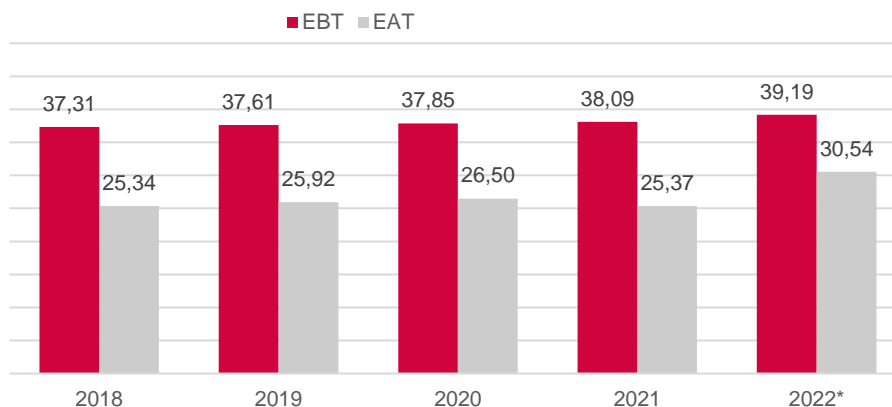
Quelle: UmweltBank AG; GBC AG; *gemäß vorläufigen Zahlen

In den vorläufigen Zahlen wird das Zinsergebnis nicht getrennt ausgewiesen. Wir gehen jedoch, trotz des angestiegenen Kreditbestandes, von einer rückläufigen Entwicklung des Zinsergebnisses aus. Dies liegt insbesondere an der weiterhin rückläufigen Entwicklung der Zinsmarge auf 0,93 % (VJ: 1,21 %). Nach dem Auslauf der Corona-Sonderkonditionen bei der Mittelherkunft spielte der allgemeine Anstieg des Zinsniveaus eine wichtige Rolle bei dieser Entwicklung. Denn die Zinsanhebungen im Kreditbestand finden nur nach Ablauf der Zinsbindungsfristen oder bei Neukrediten statt. Demgegenüber stehen aber auf der Passivseite die Kundeneinlagen mit kurzer Bindung und regieren damit schneller auf Zinsanhebungen. Dass aber dennoch insgesamt das Zins-, Finanz- und Bewertungsergebnis auf 74,09 Mio. € (VJ: 63,20 Mio. €) deutlich angestiegen ist, dürfte in erster Linie auf den Nettoerlös in Höhe von ca. 20 Mio. € aus der erfolgreichen Veräußerung eines Windparks, zurückzuführen sein.

Der im Rahmen der vorläufigen Zahlen kommunizierte zweite Erlösstrom, das Provisions- und Handelsergebnis, lag mit 9,35 Mio. € (VJ: 9,42 Mio. €) leicht unter dem Vorjahreswert. Hier ist insbesondere die angespannte Börsenlage des vergangenen Geschäftsjahres sichtbar.

Trotz der erreichten deutlichen Ertragssteigerung liegt das Vorsteuerergebnis mit 39,19 Mio. € (VJ: 38,09 Mio. €) „nur“ um 2,9 % über den Vorjahreswert. Im Oktober 2022 hatte das UmweltBank-Management, nach der Windpark-Veräußerung, ein EBT in Höhe von ca. 40 Mio. € in Aussicht gestellt, was weitestgehend als erfüllt anzusehen ist. Die unterproportionalen Ergebnisentwicklung ist auf der einen Seite eine Folge des um 15,9 % auf 19,88 Mio. € (VJ: 17,15 Mio. €) gestiegenen Personalaufwandes. Hier findet sich ein Anstieg der Belegschaft einerseits sowie andererseits allgemeine Lohnanpassungen wieder. Darüber hinaus sind die allgemeinen Verwaltungsaufwendungen, zuzüglich des sonstigen Aufwandes, insgesamt um 40,1 % auf 24,36 Mio. € (VJ: 17,39 Mio. €) ebenfalls stark angestiegen. Allein die aktuell in der Umsetzung befindliche Einführung des neuen Kernbanksystems (Migrationsprozess) hatte im vergangenen Geschäftsjahr Aufwendungen in Höhe von rund 3,60 Mio. € nach sich gezogen. Mit dem Migrationsprozess geht zugleich eine höhere Personalbindung einher, womit auch ein Teil des höheren Personalaufwandes erklärt wird.

Entwicklung des Vorsteuer- und Nachsteuerergebnisses (in Mio. €)



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

Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2022e*	GJ 23e (alt)	GJ 23e (neu)	GJ 24e (alt)	GJ 24e (neu)
Zins-, Finanz- und Bewertungsergebnis	74,09	64,99	58,14	65,70	60,11
Provision- und Handelsergebnis	9,35	13,00	9,23	14,29	13,43
Ergebnis vor Steuern	39,19	39,79	20,40	42,37	31,65
Ergebnis nach Steuern und vor Rücklagen	30,54	27,05	13,87	28,81	21,52

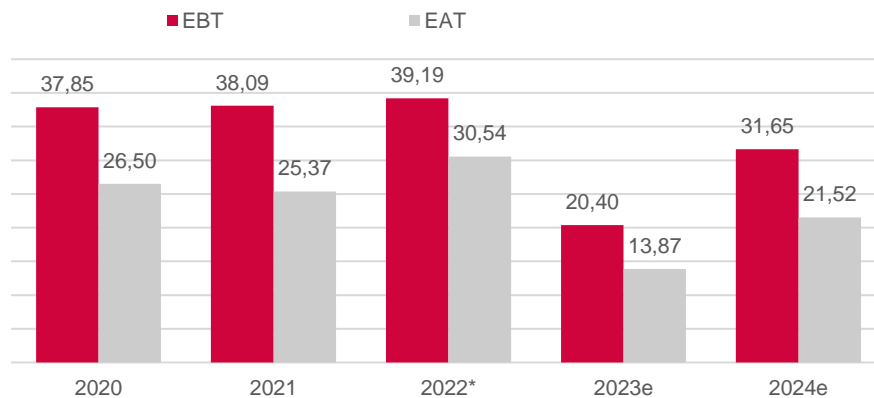
Quelle: UmweltBank AG; GBC AG; *gemäß vorläufigen Zahlen

Kurz vor der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen hat die UmweltBank AG am 10.02.2023 die Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2023 publiziert. Demgemäß rechnet der Vorstand für das laufende Geschäftsjahr mit einem Vorsteuerergebnis in Höhe von ca. 20 Mio. € und geht damit von einer deutlich rückläufigen Ergebnisentwicklung aus. Als Gründe dafür führt die Gesellschaft einen erwarteten Rückgang beim Zinsergebnis, welches von den allgemein steigenden Zinsniveaus und von Konditionenverschlechterungen bei den Refinanzierungsgeschäften mit der Bundesbank geprägt sein dürfte. Darüber hinaus wird mit einer Zurückhaltung der Kunden im Wertpapiergeschäft gerechnet, was das Provisions- und Handelsergebnis belasten dürfte. Schließlich stehen den rückläufigen Erträgen steigende Aufwendungen aus der Einführung des neuen Kernbankensystems gegenüber.

Beim Zinsergebnis dürfte die UmweltBank AG zwar in der Lage sein, im aktuell steigenden Zinsumfeld bessere Konditionen bei den Krediten zu erreichen, dies gilt jedoch nur für Neukredite oder für Kreditprolongationen. Grundsätzlich weist die Aktivseite der UmweltBank-Bilanz eine im Vergleich zur Passivseite lange Zinsbindung auf, die auf der einen Seite einen hohen Sicherheitsaspekt mit sich bringt, auf der anderen Seite jedoch mit einer Schwerfälligkeit bei Zinsanpassungen einhergeht. Die Mittelherkunft, also die Kundeneinlagen, bestehen größtenteils aus Tagesgeldern, die flexibel auf Zinssteigerungen reagieren. Folglich geht die Gesellschaft von einer anhaltend niedrigen Zinsmarge aus, die im abgelaufenen Geschäftsjahr bei 0,93 % lag. Erst ab 2025 ist mit einem spürbaren Anstieg der Zinsmarge zu rechnen. Ein weiterer Aspekt des Zinsergebnisses ist die Verschlechterung der Konditionen für Langfristkredite (TLTRO) der EZB, wodurch sich die Passivseite zusätzlich verteuern wird. Nach Angaben der UmweltBank AG hatten die positiven Effekte der TLTRO-Mittel in 2022 insgesamt etwa 9 Mio. € zum Ergebnis beigetragen. Auch der Wegfall der im Zusammenhang mit der Veräußerung des Windparks stehenden außerordentlichen Erträge werden zum insgesamt rückläufigen Zins-, Finanz- und Bewertungsergebnis beigetragen.

Der daraus resultierenden rückläufigen Ertragsseite stehen erwartete weiterer Kostensteigerungen gegenüber. Diese hängen mit den planmäßigen weiteren Investitionen in Personal zusammen, also mit einer Fortsetzung des Personalaufbaus, wenngleich hier mit einer geringeren Dynamik zu rechnen ist. Besonders stark dürften aber die Aufwendungen im Zusammenhang mit der Einführung des Kernbankensystems ansteigen. Im Geschäftsjahr 2022 lagen diese bei rund 4 Mio. €. Für 2023 wird hier mit einem Anstieg auf rund 10 Mio. € gerechnet, bevor im kommenden Geschäftsjahr 2024 ein Rückgang auf ca. 4 Mio. € erwartet wird. Neben diesen Kosten bindet der Migrationsprozess auch personelle Kapazitäten. Mit dem neuen System von Atruvia wird die UmweltBank AG ihren Kunden ein verbessertes Kundenerlebnis bieten, neue Produkte erarbeiten sowie interne Arbeitsabläufe und Prozesse verbessern.

Insofern befindet sich die Gesellschaft in den Geschäftsjahren 2023 und 2024 in einem Transformationsprozess, an dessen Ende ab dem Jahr 2025 eine moderne IT-Infrastruktur vorliegt und mehr Mitarbeiter am neuen Firmensitz „UmweltHaus“ beschäftigt sein werden. Schließlich soll ab 2025, auch vor dem Hintergrund der dann steigenden Zinsmarge, deutliche Ertrags- und Ergebnisverbesserungen erwirtschaftet werden.

GBC-Prognose des EBT und EAT (in Mio. €)

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

In unseren Schätzungen haben wir diese Entwicklung berücksichtigt und für das laufende Geschäftsjahr 2023 eine Anpassung an die Unternehmens-Guidance vorgenommen. Wir haben zudem die Schätzungen für 2024 reduziert und berücksichtigen nun eine seitwärtsgerichtete Entwicklung der Zinsmarge. Darüber hinaus gehen wir konservativ von einer weiterhin bestehenden Zurückhaltung der Wertpapierkunden aus. Eine ab 2025 erwartete deutliche Ertrags- und Ergebnisverbesserung haben wir im Terminal Value unseres Residualeinkommens-Modells berücksichtigt.

Bewertung

Für die Bewertung der UmweltBank AG haben wir ein Residual-Einkommens-Modell herangezogen, wobei mittels der Differenz aus Eigenkapitalrendite und Eigenkapitalkosten die Überschussrendite der Schätzperioden bestimmt wird. Dabei haben wir für die Schätzperioden der drei Geschäftsjahre 2022e – 2024e konkrete Erwartungen hinsichtlich der Jahresüberschüsse und sich daraus ergebenden Veränderungen des Eigenkapitals formuliert. Daraus lassen sich die erwarteten Eigenkapitalrenditen ableiten. Aus der erwirtschafteten Überschussrendite einer Periode lässt sich das Residualeinkommen des Geschäftsjahres ableiten. Die erwarteten Residualeinkommen werden sodann mit den Eigenkapitalkosten auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Zur Bestimmung des Endwertes setzen wir ein Premium auf den aktuellen Buchwert an.

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

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

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,50 % (bisher: 1,50 %).**

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

Die Beta-Berechnung haben wir aus der historischen Kursdatenbasis der UmweltBank AG (monatliche Kursentwicklung der vergangenen vier Jahre) ermittelt. Als Vergleichsindizes haben wir dabei den Kursindex STOXX® Europe 600 Banks herangezogen und in der Regressionsanalyse über einen Zeitraum von fünf Jahren jeweils gemittelt. Auf dieser Basis haben wir ein Beta in Höhe von 0,49 (bisher: 0,49) ermittelt, welches wir zudem gemäß den Arbeiten von *Blume* bereinigt bzw. geglättet haben. Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 4,20 % (bisher: 4,20 %) (Beta multipliziert mit Risiko­prämie plus risikoloser Zinssatz).

Bewertungsmodell und Bewertungsergebnis

in Mio. €	31.12.2021	31.12.2022*	31.12.2023e	31.12.2024e	Endwert
Eigenkapital	380,27	413,11	421,44	434,35	
Jahresüberschuss	25,37	30,54	13,87	21,52	
ROE (nach Steuern)		7,70%	3,32%	5,03%	9,55%
Eigenkapitalkosten		4,20%	4,20%	4,20%	4,20%
Überschussrendite		3,50%	-0,87%	0,83%	5,36%
Buchwert-Faktor		1,83	0,79	1,20	2,28
Residual Einkommen		13,32	-3,59	3,52	567,27

* 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 9,55 % zu erzielen. Unter der Annahme von Eigenkapitalkosten von 4,20 % sollte im Endwert damit eine nachhaltige Überrendite von 5,36 % oder ein Buchwertfaktor von 2,28 erwirtschaftet werden. Zur Bestimmung des Endwertes haben wir daher ein Premium über den Buchwert in Höhe von 2,28 angesetzt.

Barwert der Residualeinkommen 2022 und 2023	-0,20 Mio. €
Barwert der Residualeinkommen Endwert in Mio. €	522,51 Mio. €
Summe der Barwerte in Mio. €	522,31 Mio. €
Ausstehende Aktien in Mio.	35,66 Mio. €
Fairer Unternehmenswert je Aktie in €	14,65 €

Die Summe der diskontierten Residualeinkommen ergibt einen Wert in Höhe von 536,69 Mio. €. Angesichts einer ausstehenden Anzahl von Aktien von 35,66 Mio. Stück ergibt sich ein fairer Unternehmenswert je Aktie von 14,65 € (bisher: 16,00 €). Die Kurszielreduktion ist dabei eine Folge der deutlich angepassten Schätzungen des konkreten Schätzzeitraums 2023 und 2024. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses in Höhe von 12,30 € je Aktie vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10\%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10\%$ und $< + 10\%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10\%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

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

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (1,4,5a,6a,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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