

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 9,63 €
(bisher: 9,60 €)

aktueller Kurs: 5,84 €
 06.08.24 / XETRA-Schluss
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005570808
 WKN: 557080
 Börsenkürzel: UBKG
 Aktienanzahl³: 35,66
 Marketcap³: 208,25
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: 07.08.24 (14:16 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 12.08.24 (09:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2025

Unternehmensprofil

Branche: Finanzdienstleistungen
 Fokus: ökologische Geldanlagen, Finanzierung umweltfreundlicher Projekte

Mitarbeiter: 347 (30.06.2024)

Gründung: 1997

Firmensitz: Nürnberg

Vorstand: Goran Bašić, Dietmar von Blücher, Heike Schmitz



Die UmweltBank AG steht für Bankgeschäfte mit ökologischer und sozialer Verantwortung. Sie bietet Anlegern transparente ökologische Geldanlagen an und fördert deutschlandweit Privatpersonen und gewerbliche Kunden durch die Finanzierung umweltfreundlicher Projekte. Mit dem ausschließlichen Angebot einer grünen Produktpalette setzt die UmweltBank AG die ökologische Ausrichtung konsequent um. Neben dem klassischen Sparkonto bietet die Gesellschaft unter anderem grüne Fondsprodukte an und finanziert grüne Projekte. Dabei fungiert die UmweltBank AG als Direktbank, ohne das klassische Filialgeschäft. Seit Gründung in 1997 wurden über 25.000 Kreditprojekte gefördert. Ende 2023 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 2022	GJ 2023	GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e
Zinsergebnis	58,79	41,11	42,40	48,54	56,71
Finanzergebnis	24,83	-2,64	18,50	12,50	13,75
Provisions- und Handelsergebnis	9,35	9,05	3,39	12,75	13,07
Ergebnis vor Steuern	39,21	-5,60	-7,46	5,75	20,49
Ergebnis nach Steuern	30,55	0,73	-5,08	3,91	13,93

Kennzahlen in EUR	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e
EPS	0,86	0,02	-0,14	0,11	0,39
Dividende je Aktie	0,33	0,00	0,00	0,00	0,16

Bilanzkennzahlen in Mio. €	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e
Gesamtkapital	528,90	524,00	518,92	522,84	531,20
Kapitalrentabilität (vor Steuern)	5,9%	0,1%	-1,0%	0,8%	2,6%
Cost-Income-Ratio	58,0%	111,2%	111,5%	92,3%	75,7%

Finanztermine

22.08.2024: Hamburger Investorentage
 10.10.2024: Hauptversammlung

****letzter Research von GBC:**

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
 26.06.2024: RS / 9,60 / KAUFEN
 26.03.2024: RS / 9,60 / KAUFEN
 14.08.2023: RS / 13,80 / KAUFEN
 17.07.2023: RS / 14,40 / 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 2024: Negativer Bewertungseffekt ins Jahr 2023 vorgezogen, Anpassung der Prognose erfolgt, Kursziel: 9,63 €, Rating: KAUFEN

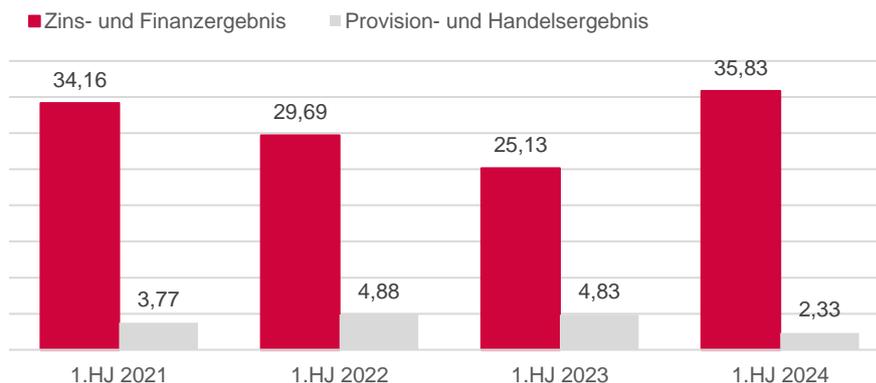
in Mio. €	1.HJ 2021	1.HJ 2022	1.HJ 2023	1.HJ 2024
Zins-, Finanz- und Bewertungsergebnis	34,16	29,69	25,13	35,83
Provision- und Handelsergebnis	3,77	4,88	4,83	2,33
Personal- und Verwaltungsaufwand	15,82	18,97	26,63	29,37
Ergebnis vor Steuern	21,66	14,01	3,11	8,53
Periodenergebnis	14,40	9,07	1,49	5,62

	31.12.21	31.12.22	31.12.23	30.06.24
Geschäftsvolumen	6.451	6.602	6.119	6.175
Bilanzsumme	5.928	5.981	5.688	5.879
Kundeneinlagen	2.954	3.176	2.854	3.444
Umweltkredite	3.543	3.703	3.722	3.555
Eigenmittel, aufsichtsrechtlich	427	504	524	523
Eigenmittelquote, aufsichtsrechtlich	14,0%	15,7%	15,6%	16,7%

Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Die Gesamterträge der UmweltBank AG stiegen in den ersten sechs Monaten deutlich auf 38,16 Mio. € (VJ: 31,20 Mio. €). Insbesondere der Sprung des Finanzergebnisses auf 17,95 Mio. € (VJ: 1,19 Mio. €) trug zu dieser sichtbaren Steigerung bei. Dies steht im Zusammenhang mit der planmäßigen Umsetzung der Unternehmensstrategie, die u.a. zur Freisetzung von Eigen- und regulatorischem Kapital den Verkauf des Beteiligungsportfolios innerhalb der nächsten drei Geschäftsjahre vorsieht. In den ersten sechs Monaten 2024 wurden insgesamt vier Windparkbeteiligungen sowie zwei Immobilienbeteiligungen veräußert und damit das Finanzergebnis deutlich gesteigert. Bei der Veröffentlichung der Q1-Zahlen hatte die Umweltbank AG noch einen Veräußerungsverlust in Höhe von rund 10 Mio. € ausgewiesen. Im Rahmen einer Prüfung durch den Wirtschaftsprüfer wurde der Bilanzansatz der veräußerten Wertpapiere zum 31.12.2023 jedoch nachträglich geändert, so dass der Bewertungsverlust vollständig in das abgelaufene Geschäftsjahr 2023 vorgezogen wurde.

Entwicklung der Gesamterträge auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

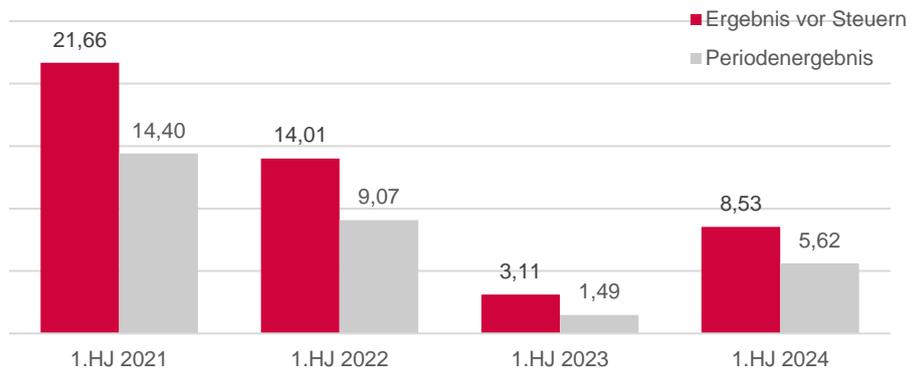
Das Zinsergebnis lag mit 17,88 Mio. € (VJ: 25,17 Mio. €) erwartungsgemäß unter dem Vorjahreswert. Obwohl die Gesellschaft eine hohe Kreditnachfrage im Bereich Erneuerbare Energien und im Immobiliengeschäft verzeichnete, lag das Neukreditvolumen mit 49 Mio. € (VJ: 397 Mio. €) noch auf niedrigem Niveau. Das Gesamtkreditvolumen und damit eine wesentliche Grundlage für die Zinserträge reduzierte sich aufgrund von Tilgungen und Rückführungen auf 3,55 Mrd. € (31.12.23: 3,72 Mrd. €). Darüber hinaus spiegeln sich die Neuanlage von Treasury-Beständen zu verbesserten Konditionen sowie die

Zinsmarge aus der Anlage von Kundeneinlagen noch nicht im Zinsergebnis des ersten Halbjahres wider.

Die Ausrichtung der UmweltBank AG auf den forcierten Ausbau des Einlagengeschäfts trägt bereits Früchte. In den ersten sechs Monaten des Jahres 2024 stieg die Zahl der Kunden um rund 13.000 auf 145.000. Entsprechend erhöhten sich die Kundeneinlagen auf 3,44 Mrd. Euro (31.12.23: 2,85 Mrd. Euro). Produkt- und Prozessoptimierungen wie die Einführung der UmweltBank-App oder die Implementierung digitaler Neukundenprozesse unterstützten das Wachstum im Privatkundengeschäft. Durch die Anlage der Kundeneinlagen (EZB, Anleihen) können Zinserträge erwirtschaftet werden, die einen wichtigen Baustein für die zukünftige Entwicklung des Zinsergebnisses darstellen.

Der deutliche Anstieg der Gesamterträge spiegelt sich auch in der deutlichen Steigerung des Ergebnisses vor Steuern auf 8,53 Mio. € (VJ: 3,11 Mio. €) und des Periodenergebnisses auf 5,62 Mio. € (VJ: 1,49 Mio. €) wider. Die Ertragssteigerung konnte die auf 29,37 Mio. € (VJ: 26,63 Mio. €) gestiegenen Aufwendungen aus dem Personal- und Verwaltungsbereich überkompensieren. In den höheren Aufwendungen spiegeln sich zum einen ein gestiegenes Lohnniveau, aber auch höhere Aufwendungen in den Bereichen IT und Marketing wider. Mit dem Abschluss der Migration des Kernbankensystems (Q2 2024) sowie der Transformation der Aufbauorganisation sollten zukünftig wesentliche Kostentreiber entfallen.

EBT und Periodenergebnis (in Mio. €)



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Dem starken Ergebnisanstieg und der Mittelfreisetzung aus Beteiligungsverkäufen und Treasury steht eine nur leichte Ausweitung des Kreditportfolios gegenüber, was zu einem sichtbaren Anstieg der Gesamtkapitalquote (Eigenmittel und Kapitalpuffer) auf 16,7 % (31.12.23: 15,6 %) geführt hat. Damit wurde das aufsichtsrechtliche Eigenmittelerfordernis von 15,55 % deutlich übertroffen. Nach Abarbeitung der festgestellten Defizite gehen wir davon aus, dass zeitnah eine Absenkung des Eigenmittelerfordernisses erfolgt, wodurch auch Mittel zur Ausweitung des Kreditgeschäftes freigesetzt würden.

Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2023*	GJ 24e (alt)	GJ 24e (neu)	GJ 2025e	GJ 2026e
Zinsergebnis	41,11	42,40	42,40	48,54	56,71
Provisions- und Handelsergebnis	9,05	10,39	3,39	12,75	13,07
Finanzergebnis	-2,64	8,50	18,50	12,50	13,75
Gesamtaufwand	57,83	77,99	72,55	68,84	63,84
EBT ²	-5,60	-15,90	-7,46	5,75	20,49
EAT ²	0,73	-10,81	-5,08	3,91	13,93

Quelle: UmweltBank AG; GBC AG; *angepasste Zahlen

Das Management der UmweltBank AG hat mit der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2024 die bisher kommunizierte Guidance bestätigt. Die Guidance wurde jedoch um den Bewertungseffekt in Höhe von rund 10 Mio. € angehoben. Da der Verlust aus der Veräußerung der Wertpapiere nicht wie bisher erwartet im laufenden Geschäftsjahr, sondern rückwirkend im Geschäftsjahr 2023 verbucht wird, wurden zum einen die Zahlen für das Geschäftsjahr 2023 angepasst und zum anderen die Guidance vor Steuern auf -5 Mio. € bis -10 Mio. € (bisher: -15 Mio. € bis -20 Mio. €) angehoben.

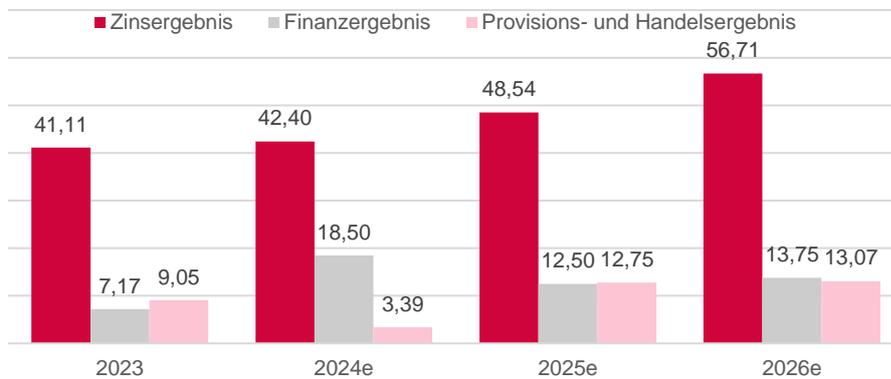
Nach den Planungen der Gesellschaft stehen am Ende des Geschäftsjahres 2024 Gesamterträgen in einer Bandbreite von 60 Mio. € und 65 Mio. € Gesamtaufwendungen in Höhe von ca. 70 Mio. € gegenüber. Ausgehend von den in den ersten sechs Monaten erreichten Werten, Gesamterträge in Höhe von 38,16 Mio. € und Gesamtaufwendungen in Höhe von 29,68 Mio. €, ist diese Annahme nachvollziehbar.

Die Gesamterträge im zweiten Halbjahr 2024 sollten insbesondere durch einen Anstieg des Zinsergebnisses geprägt sein, das zum Jahresende leicht über dem Vorjahreswert liegen sollte. Hierzu dürfte zum einen das anziehende Kreditneugeschäft beitragen, das bis zum Ende des Geschäftsjahres 2024 deutlich auf 250 Mio. € ansteigen dürfte. Von wesentlicher Bedeutung dürfte jedoch die Wiederanlage der aus dem Verkauf von Treasury-Beständen freigesetzten Mittel sein. Angesichts des allgemein gestiegenen Zinsniveaus sollten diese zu besseren Konditionen angelegt werden. Darüber hinaus sollte auch die Anlage von Kundengeldern zum Anstieg des Zinsergebnisses beitragen.

Das Finanzergebnis profitierte bereits zum Halbjahr 2024 von der Veräußerung von sechs Beteiligungen. Für die kommenden drei Geschäftsjahre ist der Abbau des Beteiligungsgeschäfts geplant, was insbesondere zu einem Liquiditätszufluss führt, der das Eigenkapital stärkt und für Neugeschäft eingesetzt werden kann. Für das zweite Halbjahr unterstellen wir konservativ nur geringe Ergebnisbeiträge aus weiteren möglichen Beteiligungsverkäufen. Dennoch erhöhen wir unsere Prognose für das Finanzergebnis auf 18,50 Mio. € (bisher: 8,50 Mio. €). Den im Geschäftsjahr 2023 enthaltenen negativen Bewertungseffekt aus dem Verkauf von Wertpapieren in Höhe von 10,0 Mio. € hatten wir bisher im Geschäftsjahr 2024 berücksichtigt.

Insgesamt rechnen wir analog zur Guidance des Unternehmens mit Gesamterträgen in Höhe von 65,09 Mio. € (bisher: 62,09 Mio. €). In den kommenden Geschäftsjahren sollte sich die Trendwende im Zinsergebnis verstärken und entsprechend zu einem sichtbaren Anstieg der Gesamterträge führen. Wesentliche Treiber hierfür sollten eine Ausweitung des Kreditgeschäfts, eine Verbesserung der Zinsmarge sowie ein Anstieg der Kundeneinlagen sein. Die von uns prognostizierten Gesamterträge teilen sich wie folgt auf:

Aufteilung der Gesamterträge (in Mio. €)

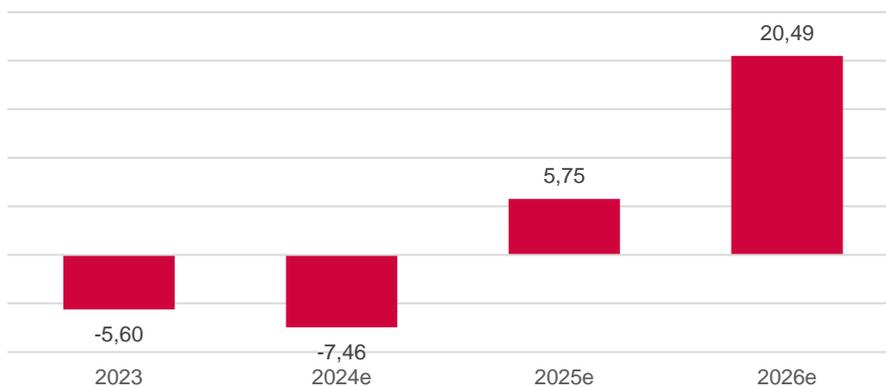


Quelle: GBC AG

Wie bisher prognostiziert, wird das laufende Geschäftsjahr 2024 zunächst von einem Anstieg der Gesamtaufwendungen geprägt sein, bevor diese in den folgenden Geschäftsjahren rückläufig sein werden. Danach ist nur noch mit einer unterproportionalen Kostenentwicklung zu rechnen. Zum einen entfallen in den kommenden Geschäftsjahren die Kosten für die inzwischen abgeschlossene Migration des Kernbankensystems. Diese belaufen sich im ersten Halbjahr 2024 voraussichtlich auf 4 Mio. €. Darüber hinaus wird die UmweltBank AG im Jahr 2024 weitere Investitionen in effiziente und digitale Prozesse tätigen und höhere Marketingaufwendungen zur Gewinnung von Privatkunden ausweisen. Nach Abschluss der Investitionen sowie der derzeit laufenden Transformation (Digitalisierung, Effizienzsteigerung, Organisationsstruktur) soll die Cost-Income-Ratio in den kommenden Geschäftsjahren sinken. Bis 2028 strebt die UmweltBank AG eine Cost-Income-Ratio von unter 60 % an. Für das Geschäftsjahr 2026, unserem letzten Prognosezeitraum, erwarten wir eine Cost-Income-Ratio von 75,7 %.

Analog zur Guidance erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr 2024 ein EBT in Höhe von -7,46 Mio. € (bisher: -15,90 Mio. €). Ab 2025 sollte das EBT wieder positiv sein:

Prognose EBT vor Rücklagen (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 2024e bis 2026e 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 2,50 % (bisher: 2,50 %).**

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 Vergleichsindex 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 0,52 (bisher: 0,52) ermittelt, welches wir zudem gemäß den Arbeiten von *Blume* bereinigt bzw. geglättet haben. Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 5,35 % (bisher: 5,35 %) (Beta multipliziert mit Risiko­prämie plus risikoloser Zinssatz).

in Mio. €	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024e	31.12.2025e	31.12.2026e	Endwert
Eigenkapital	402,65	391,00	385,92	389,84	398,20	
Jahresüberschuss	30,55	0,73	-5,08	3,91	13,93	
ROE (nach Steuern)		0,18%	-1,31%	1,01%	3,54%	10,86%
Eigenkapitalkosten		5,35%	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%
Überschussrendite		-5,17%	-6,66%	-4,34%	-1,81%	5,51%
Buchwert-Faktor		0,03	-0,24	0,19	0,66	2,03
Residual Einkommen		-20,80	-26,02	-16,75	-7,07	405,79

Gemäß unserem Bewertungsmodell sollte die UmweltBank AG in der Lage sein, bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital, ein Return on Equity (nach Steuern) von nachhaltig 10,86 % zu erzielen. Unter der Annahme von Eigenkapitalkosten von 5,35 % sollte im Endwert damit eine nachhaltige Überrendite von 5,51 % oder ein Buchwertfaktor von 2,03 erwirtschaftet werden. Zur Bestimmung des Endwertes haben wir daher ein Premium über den Buchwert in Höhe von 2,03 angesetzt.

Barwert der Residualeinkommen 2024 - 2026	-22,27 Mio. €
Barwert der Residualeinkommen Endwert in Mio. €	365,62 Mio. €
Summe der Barwerte in Mio. €	343,35 Mio. €
Ausstehende Aktien in Mio.	35,66 Mio. €
Fairer Unternehmenswert je Aktie in €	9,63 €

Die Summe der abgezinsten Residualerträge ergibt einen Wert von 343,35 Mio. € (bisher: 342,18 Mio. €). Bei einer Anzahl ausstehender Aktien von 35,66 Mio. ergibt sich ein fairer Unternehmenswert je Aktie von 9,63 € (bisher: 9,60 €), was einer marginalen Kurszielsteigerung entspricht. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs 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 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