

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 9,60 €
(bisher: 13,80 €)

aktueller Kurs: 7,58 €
 25.03.24 / XETRA / 10:00 Uhr
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005570808
 WKN: 557080
 Börsenkürzel: UBKG
 Aktienanzahl³: 35,66
 Marketcap³: 270,30
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 10

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 26.03.24 (13:25 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 26.03.24 (14:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

Unternehmensprofil

Branche: Finanzdienstleistungen
 Fokus: ökologische Geldanlagen, Finanzierung umweltfreundlicher Projekte

Mitarbeiter: 354 (31.12.2023)

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	7,17	8,50	12,50	13,75
Provisions- und Handelsergebnis	9,35	9,05	10,39	12,75	13,07
Ergebnis vor Steuern	39,21	1,12	-15,90	5,75	20,49
Ergebnis nach Steuern	30,55	0,76	-10,81	3,91	13,93

Kennzahlen in EUR

EPS	0,86	0,02	-0,30	0,11	0,39
Dividende je Aktie	0,33	0,00	0,00	0,00	0,16

* laut vorläufigen Zahlen

Finanztermine

29.04.24: testierte Zahlen 2023
 Ende Mai 24: Geschäftsbericht 2023
 19.08.24: Halbjahreszahlen 2024

****letzter Research von GBC:**

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
 14.08.2023: RS / 13,80 / KAUFEN
 17.07.2023: RS / 14,40 / KAUFEN
 27.02.2023: RS / 14,65 / KAUFEN
 09.11.2022: RS / 16,00 / 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“

Transformationsjahr 2023 im Rahmen der Erwartungen; Weitere Investitionen in Digitalisierung und Kundenwachstum erwartet; nach weiterem Transformationsjahr 2024 soll Rückkehr in die Gewinnzone erfolgen; Kursziel: 9,60 €; Rating: KAUFEN

in Mio. €	2020	2021	2022	2023*
Zinsergebnis	52,10	63,24	58,79	41,11
Finanzergebnis	3,38	2,96	24,83	7,17
Provisions- und Handelsergebnis	5,15	9,42	9,35	9,05
Ergebnis vor Steuern	37,85	38,09	39,21	1,12
Ergebnis nach Steuern und vor Rücklagen	26,50	25,37	30,55	0,76

	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023*
Bilanzsumme	4.944	5.928	5.981	5.693
Kundeneinlagen	2.694	2.954	3.176	2.854
Umweltkredite	3.503	3.543	3.703	3.722
Eigenmittel (aufsichtlich)	408	487	504	533
EK-Quote (aufsichtlich)	14,6%	16,1%	15,7%	15,9%

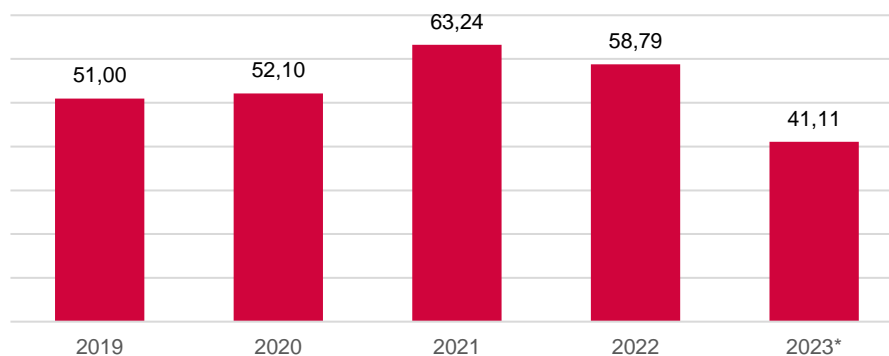
Quelle: UmweltBank AG; GBC AG; *gemäß vorläufigen Zahlen

Ertragsentwicklung 2023

Die UmweltBank AG hat am 18.03.2024 die vorläufigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2023 veröffentlicht. Das abgelaufene Geschäftsjahr war erwartungsgemäß sowohl von einer rückläufigen Ertragsentwicklung als auch von einem Anstieg der Gesamtkosten geprägt. Auf der Ertragsseite entwickelte sich insbesondere das Zinsergebnis rückläufig auf 41,10 Mio. € (VJ: 58,79 Mio. €). Gleichzeitig reduzierte sich das Finanzergebnis deutlich auf 7,17 Mio. € (VJ: 24,83 Mio. €).

Ausschlaggebend für den Rückgang des Zinsergebnisses, den wir in unseren bisherigen Prognosen zwar in der Tendenz so erwartet, jedoch einen geringeren Rückgang unterstellt hatten, dürften erneut die gestiegenen Zinsaufwendungen gewesen sein. Dabei hat das allgemein gestiegene Zinsniveau zu stärkeren Konditionenanpassungen bei den Kundeneinlagen geführt. Diese reagieren aufgrund der geringeren Duration stärker auf Zinsanpassungen. Darüber hinaus ist der Anstieg der Zinsaufwendungen auf Konditionsänderungen bei den TLTRO-Mitteln, also den von der EZB zur Verfügung gestellten zinsgünstigen Refinanzierungsmitteln, zurückzuführen.

Zinsergebnis (in Mio. €)



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

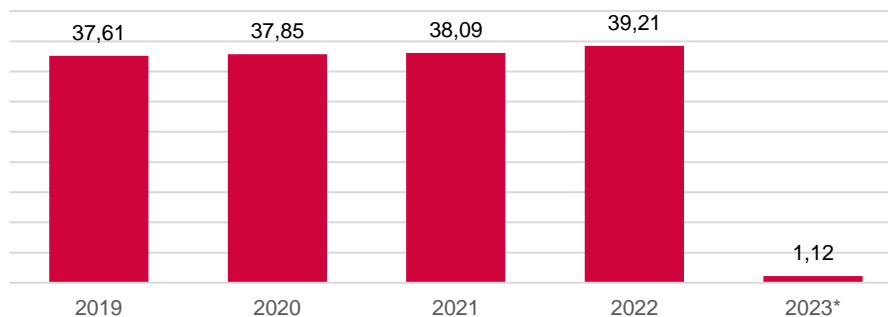
Bei den längerfristigen Umweltkrediten war zudem ein Rückgang des Bruttokreditneugeschäfts auf 459 Mio. € (VJ: 623 Mio. €) zu verzeichnen. Der Kreditbestand blieb mit 3.722 Mio. € (VJ: 3.703 Mio. €) gegenüber dem Vorjahr nahezu stabil. Während das Kreditneugeschäft im Bereich Erneuerbare Energien auf ein Volumen von rund 350 Mio. € (VJ: 254 Mio. €) ausgeweitet wurde, ging das Kreditneugeschäft bei Immobilienprojekten aufgrund des schwierigen Marktumfelds auf rund 100 Mio. € (VJ: 349 Mio. €) zurück.

Erwähnenswert ist zudem der Rückgang bzw. die Normalisierung des **Finanzergebnisses** auf 7,17 Mio. € (VJ: 24,83 Mio. €). Im Geschäftsjahr 2022 wurde eine Beteiligung an einer Windparkgesellschaft veräußert, wodurch ein Nettoerlös in Höhe von ca. 20 Mio. € erzielt wurde. Bereinigt um diesen Effekt wurde das Finanzergebnis aufgrund erfolgreich veräußerter Beteiligungen sowie gesteigener Ausschüttungen gesteigert. Die dritte Erlös-komponente, das Provisions- und Handelsergebnis, lag mit 9,05 Mio. € (VJ: 9,35 Mio. €) in etwa auf dem Vorjahresniveau.

Ergebnisentwicklung 2023

Der dargestellten rückläufigen Ertragsentwicklung stehen deutlich gestiegene Aufwendungen im Personal- und Verwaltungsbereich gegenüber. So stieg der Personalaufwand sichtbar um knapp 30 % auf 25,62 Mio. € (VJ: 19,88 Mio. €). Wesentliche Treiber dieser Entwicklung waren Neueinstellungen in aufsichtsrechtlich relevanten Bereichen sowie das allgemein gestiegene Lohnniveau. Zum Bilanzstichtag 31.12.2023 hatte die UmweltBank AG mit 354 Mitarbeiter (31.12.2022: 332) einen neuen Höchststand bei der Mitarbeiterzahl erreicht. Darüber hinaus führte der erfolgreich umgesetzte Wechsel des Kernbankensystems wie angekündigt zu einem Anstieg der Verwaltungsaufwendungen um rund 10 Mio. € auf 31,51 Mio. € (VJ: 21,57 Mio. €).

EBT (in Mio. €)



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

Das aus der dargestellten Entwicklung resultierende vorläufige Vorsteuerergebnis in Höhe von 1,12 Mio. € (VJ: 39,21 Mio. €) liegt im Rahmen der im August 2023 publizierten Unternehmens-Guidance, die ein Ergebnis vor Steuern in Höhe von ca. 1 Mio. € in Aussicht gestellt hatte. Darauf aufbauend hatten wir im Rahmen unserer zuletzt veröffentlichten Researchstudie ein EBT in Höhe von 0,97 Mio. € prognostiziert.

Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2023e*	GJ 24e (alt)	GJ 24e (neu)	GJ 25e (alt)	GJ 25e (neu)	GJ 26e
Zinsergebnis	41,11	50,02	42,40	62,90	48,54	56,71
Finanzergebnis	7,17	9,70	8,50	10,20	12,50	13,75
Provisions- und Handelsergebnis	9,05	14,39	10,39	16,75	12,75	13,07
Ergebnis vor Steuern	1,12	28,28	-15,90	41,96	5,75	20,49
Ergebnis nach Steuern und vor Rücklagen	0,73	19,23	-10,80	28,53	3,91	13,93

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

Anfang März 2024 hat das UmweltBank-Management den Kapitalmarkt über die strategische Neuausrichtung informiert. Gleichzeitig hat die Gesellschaft im Rahmen der erstmaligen Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2024 ein Vorsteuerergebnis in Höhe von -15 Mio. € bis -20 Mio. € in Aussicht gestellt. Im Rahmen des am 18.03.2024 stattgefundenen Investoren- und Pressegespräches hat der neue Vorstandssprecher Dietmar von Blücher die Hintergründe dieser Guidance sowie die strategische Neuausrichtung präsentiert.

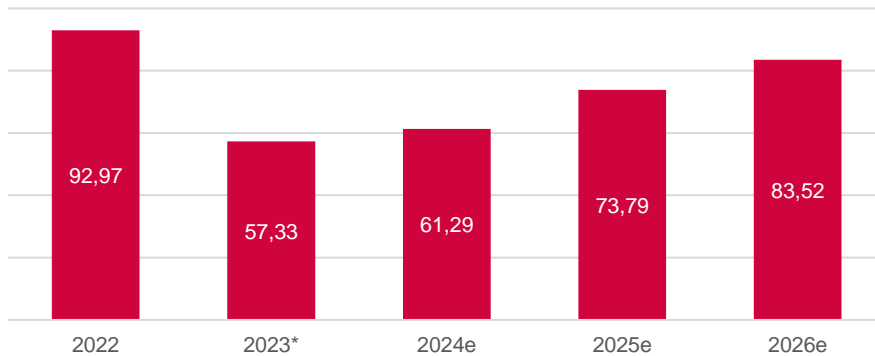
Grundsätzlich soll das laufende Geschäftsjahr 2024 erneut als ein Transformationsjahr betrachtet werden, in dem weitere Investitionen in Technik, Aufbauorganisation sowie in die Privatkundengewinnung erfolgen sollen. Daraus lässt sich ein weiterer Anstieg beim Personalaufwand sowie im Bereich der Verwaltungsaufwendungen ableiten. Obwohl sich die mit der bereits erfolgten Migration des Bankensystems in Verbindung stehenden Sonderaufwendungen rückläufig entwickeln sollten, ist noch mit nachlaufenden Effekten sowie mit insgesamt höheren laufenden Systemkosten zu rechnen. Zudem treibt die Gesellschaft auch im laufenden Geschäftsjahr die Digitalisierung voran und wird dabei verstärkt Investitionen tätigen. Am Ende dieser Maßnahmen soll eine Steigerung der Effizienz und die volle Ausnutzung des Potenzials des neuen Kernbankensystems erreicht werden. Noch im März 2024 soll die neue UmweltBank-App eingeführt werden und im zweiten Quartal 2024 ein Relaunch der Webseite stattfinden.

Grundsätzlich setzt die UmweltBank AG zukünftig verstärkt auf den Ausbau des Einlagengeschäfts mit Privatkunden. Neben Tages- und Festgeldern können Privatkunden grüne Geldanlagen in Fonds (UmweltBank-Fonds), Anleihen oder Wertpapieren tätigen. Kurz nach der Migration des Kernbankensystems wurde die Neukundengewinnung (verbesserte Konditionen, Marketing) intensiviert und die Gesellschaft kann bereits erste Erfolge vermelden. In den Monaten Januar und Februar 2024 konnten 6.000 Neukunden gewonnen werden, so dass sich die Kundenzahl nach drei seitwärtsgerichteten Geschäftsjahren auf rund 138 Tsd. (31.12.23: 132 Tsd.) erhöht hat. Bis zum Geschäftsjahr 2028 soll die Marke von 500 Tsd. Bestandskunden erreicht werden, was durchaus ambitioniert erscheint.

Das Kreditgeschäft soll künftig auf gewerbliche Kunden ausgerichtet werden. Der Fokus soll weiterhin auf den Bereichen Erneuerbare Energien und nachhaltige Immobilien liegen. Obwohl hier nach Unternehmensangaben eine hohe Nachfrage besteht, ist und war auch im abgelaufenen Geschäftsjahr die Eigenkapitalausstattung ein limitierender Faktor. Mit der aktuellen Eigenkapitalausstattung kann nach Unternehmensangaben ein Neugeschäft von rund 250 Mio. € finanziert werden. In dieser Kalkulation ist ein erwarteter Kapitalzuschlag von 0,5 % enthalten. Dieser dürfte im Zusammenhang mit der derzeit laufenden Prüfung durch die BaFin stehen, für die ein Sonderbeauftragter bestellt wurde. Nach Abarbeitung der aufsichtsrechtlichen Defizite sollte der erwartete Kapitalzuschlag wieder entfallen. Darüber hinaus plant die Gesellschaft, das Beteiligungsgeschäft innerhalb der nächsten drei Geschäftsjahre vollständig abzubauen. Mögliche Veräußerungsgewinne würden das Eigenkapital weiter stärken und könnten für Neugeschäft eingesetzt werden. Schließlich steht auch die Möglichkeit einer Kapitalerhöhung im Raum, sofern sich Marktopportunitäten ergeben.

Im Rahmen des Investoren- und Pressegespräches hat die UmweltBank AG erstmalig ihre Zielsetzung für das Jahr 2028 ausgegeben. Insgesamt soll das Kreditneugeschäft im Bereich der Erneuerbaren Energien und der nachhaltigen Immobilien im Jahr 2028 auf jährlich über 1,1 Mrd. € (2023: 459 Mio. €) ansteigen. Der Kundenbestand, welcher Ende 2023 bei 132.000 lag, soll bis 2028 auf ca. 500.000 ansteigen.

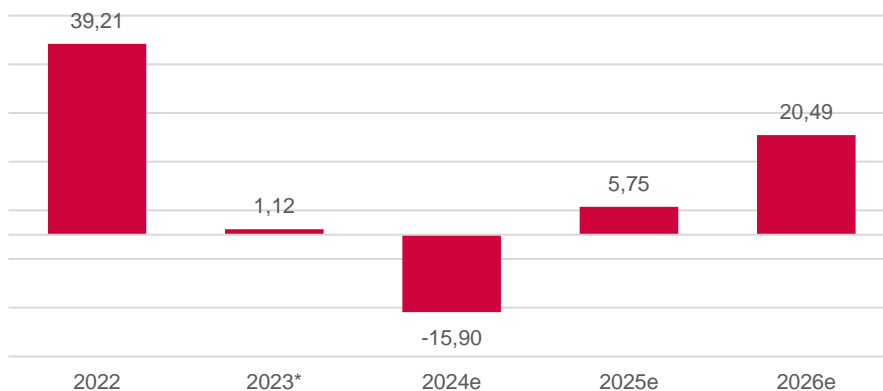
Prognose der Gesamterträge (in Mio. €)



Quelle: GBC AG; *nach vorläufigen Zahlen

Bei unseren Ertrags- und Ergebnisschätzungen haben wir uns an der im März 2024 angepassten Guidance des Unternehmens orientiert. Für die kommenden Geschäftsjahre hat die UmweltBank AG im Rahmen der Investorenpräsentation eine grafische Guidance für das Vorsteuerergebnis vorgestellt, an der wir uns ebenfalls orientieren. Für das laufende Geschäftsjahr erwarten wir ein leicht steigendes Zinsergebnis, das als Basis leichte Konditionsverbesserungen bei einem nahezu unveränderten Volumen an ausstehenden Umweltkrediten enthält. In den beiden folgenden Geschäftsjahren 2025 und 2026 sollte das Zinsergebnis wieder an Dynamik gewinnen. Basis hierfür sind Konditionsverbesserungen auf der Kreditseite und die Annahme einer Stabilisierung der Zinskosten auf der Ebene der Kundeneinlagen. Zudem gehen wir von einem starken Anstieg der Kundeneinlagen aus, die im Rahmen des Treasury gewinnbringend angelegt werden können. Das Finanzergebnis, in dem in geringem Umfang gewinnbringende Beteiligungsverkäufe enthalten sind, sollte nach unserer Einschätzung leicht ansteigen. Auch das Provisions- und Handelsergebnis sollte von den gestiegenen Kundeneinlagen profitieren und ebenfalls leicht zulegen.

Prognose EBT vor Steuern und Rücklagen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Demgegenüber dürften die Investitionen in die digitalen Prozesse sowie in den Ausbau der Kundeneinlagen zu deutlichen Kostensteigerungen führen, die nach unserer Einschätzung ein negatives EBT in Höhe von -15,90 Mio. € zur Folge haben werden. Für die beiden folgenden Schätzperioden gehen wir von einer Rückkehr in die Gewinnzone aus. Hierzu sollten sowohl der von uns erwartete Anstieg der Gesamterlöse als auch - nach Abschluss der digitalen Transformation - der erwartete Rückgang der Gesamtkosten beitragen.

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 2024 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

P = Premium auf den Buchwert

t= Schätzperiode

ROE = Eigenkapitalrendite

r = Eigenkapitalkosten

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: 2,00 %).**

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

Die Beta-Berechnung haben wir aus der historischen Kursdatenbasis der UmweltBank AG (monatliche Kursentwicklung der vergangenen vier Jahre) ermittelt. Als 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: 0,54) 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: 4,97 %) (Beta multipliziert mit Risiko­prämie plus risikoloser Zinssatz).

in Mio. €	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e	31.12.2026e	Endwert
Eigenkapital	402,65	403,41	392,60	396,51	404,87	
Jahresüberschuss	30,55	0,76	-10,81	3,91	13,93	
ROE (nach Steuern)		0,19%	-2,72%	0,99%	3,48%	10,77%
Eigenkapitalkosten		5,35%	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%
Überschussrendite		-5,16%	-8,07%	-4,36%	-1,87%	5,42%
Buchwert-Faktor		0,04	-0,51	0,19	0,65	2,01
Residual Einkommen		-20,78	-32,54	-17,11	-7,43	405,55

Gemäß unserem Bewertungsmodell sollte die UmweltBank AG in der Lage sein, bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital, ein Return on Equity (nach Steuern) von nachhaltig 10,77 % zu erzielen. Unter der Annahme von Eigenkapitalkosten von 5,35 % sollte im Endwert damit eine nachhaltige Überrendite von 5,42 % oder ein Buchwertfaktor von 2,01 erwirtschaftet werden. Zur Bestimmung des Endwertes haben wir daher ein Premium über den Buchwert in Höhe von 2,01 angesetzt.

Barwert der Residualeinkommen 2024 - 2026	-22,93 Mio. €
Barwert der Residualeinkommen Endwert in Mio. €	365,41 Mio. €
Summe der Barwerte in Mio. €	342,47 Mio. €
Ausstehende Aktien in Mio.	35,66 Mio. €
Fairer Unternehmenswert je Aktie in €	9,60 €

Die Summe der abgezinsten Residualerträge ergibt einen Wert von 342,47 Mio. € (bisher: 488,93 Mio. €). Bei einer Anzahl ausstehender Aktien von 35,66 Mio. ergibt sich ein fairer Unternehmenswert je Aktie von 9,60 € (bisher: 13,80 €).

Die starke Reduktion des fairen Wertes ist in erster Linie auf die niedrigeren Prognosen der Geschäftsjahre 2024 und 2025 zurückzuführen, die zudem eine niedrigere Basis für unsere erstmaligen Prognosen für das Geschäftsjahr 2026 bilden. Darüber hinaus hat die aus der Steigerung des risikolosen Zinssatzes resultierende Anhebung des WACC auf 5,35 % (bisher: 4,97 %) ebenfalls einen kurszielmindernden Effekt. Nach dem starken Kursrückgang der UmweltBank-Aktie ist das Kurspotenzial trotz der Reduzierung des Kursziels unverändert hoch und wir vergeben 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