

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

Vorläufige Zahlen 2024 im Rahmen der Guidance, Rückkehr in die Gewinnzone ab 2025 erwartet

Branche: Finanzdienstleistungen
Fokus: ökologische Geldanlagen, Finanzierung umweltfreundlicher Projekte
Gründung: 1997

Mitarbeiter: 336 (31.12.2024)
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 2024 standen Umweltkredite (inkl. offene Zusagen) im Gesamtvolumen von 3,5 Mrd. Euro zu Buche. Der überwiegende Großteil des Kreditvolumens besteht aus Sonnenenergiefinanzierungen, Wohnimmobilien und Windkraftprojekten.

in Mio. €	GJ 23	GJ 24*	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e
Zinsergebnis	41,11	44,95	65,92	73,74	85,35
Finanzergebnis	-2,64	12,98	5,20	5,72	5,80
Provisions- und Handelsergebnis	9,05	5,54	9,45	10,86	11,24
Ergebnis vor Steuern	-5,61	-8,52	8,37	16,12	24,19
Ergebnis nach Steuern	0,73	0,73	5,69	10,96	16,45
Gewinn je Aktie	-0,11	-0,16	0,16	0,31	0,46
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,12	0,18
Gesamtkapital	524,00	505,00	510,69	517,27	527,14
Kapitalrentabilität (vor Steuern)	-0,7%	-1,1%	1,1%	2,1%	3,1%
Cost-Income-Ratio	98,1%	107,2%	89,7%	82,3%	76,6%

*vorläufige Zahlen

Investment Case

- Zinsergebnis legt gemäß vorläufigen Zahlen auf 44,95 Mio. € (VJ: 41,11 Mio. €) zu. Grundlage für diese Entwicklung ist insbesondere der starke Anstieg der Kundeneinlagen auf 3.824 Mio. € (VJ: 2.854 Mio. €), die gewinnbringend bei der EZB angelegt wurden. Die Fokussierung auf den Ausbau des Einlagengeschäftes trägt Früchte.
- Die Ausweitung des Kreditgeschäftes unterlag Eigenkapital-Restriktionen. Das Neukreditvolumen hat sich dabei auf 250 Mio. € (VJ: 459 Mio. €) spürbar reduziert.
- Planmäßiger Verkauf von 12 Beteiligungen hat das Finanzergebnis auf 12,98 Mio. € (VJ: -2,64 Mio. €) stark angehoben. Provisionsergebnis ist aufgrund schwächerer Provisionen im Handelsgeschäft auf 5,54 Mio. € (VJ: 9,05 Mio. €) gefallen.
- Die in 2024 abgeschlossene Umstellung des Kernbankensystems, die Digitalisierung der Prozesse sowie die Intensivierung der Marketingmaßnahmen haben die Gesamtaufwendungen auf 67,52 Mio. € (VJ: 57,83 Mio. €) gesteigert. Ergebnis vor Steuern liegt mit -8,52 Mio. € (VJ: -5,60 Mio. €) im Rahmen der Guidance.
- Für 2025 wird mit der Rückkehr in die Gewinnzone gerechnet. Das Vorsteuerergebnis soll in einer Bandbreite von 5 bis 10 Mio. € liegen. Eine Fortsetzung des Ausbaus des Einlagengeschäftes sowie verbesserte Zinsmargen im Kreditgeschäft sollen die Gesamterträge anheben.
- Gesamtkosten sollten nach Abschluss der Transformation in 2025 fallen. In den kommenden Jahren dürfte der Ertragsanstieg zu einer weiteren Verbesserung der Cost-Income-Ratio führen.
- Leichte Steigerung des Kursziels auf 10,40 € (alt: 10,00 €) ermittelt.

Rating: KAUFEN
Kursziel: 10,40 (alt: 10,00 €)

Aktie- und Stammdaten



Schlusskurs vom 04.04.25	5,10 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	DE0005570808
WKN	UBKG
Aktienzahl (in Mio.)	35,66
MCap (in Mio. EUR)	181,87

Transparenzlevel	Freiverkehr
Marktsegment	m:access
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	HGB

Aktionärsstruktur

GLS Bank	15%
Free Float	85%

Finanztermine

30.04.25	Q1-Zahlen 2025
31.07.25	Halbjahreszahlen 2025
27.08.25	Hauptversammlung
28.08.25	Q3-Zahlen 2025

Analysten

Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)
Marcel Goldmann (goldmann@gbc-ag.de)

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
27.01.2025: RS / 10,00/ KAUFEN
15.11.2024: RS / 10,00/ KAUFEN
12.08.2024: RS / 9,63 / KAUFEN
26.06.2024: RS / 9,60 / KAUFEN
oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr.27, 86150 Augsburg angefordert werden

Fertigstellung: 07.04.2025 (08:34 Uhr)
Erste Weitergabe: 07.04.2025 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2025

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 8

VORLÄUFIGE ZAHLEN 2024

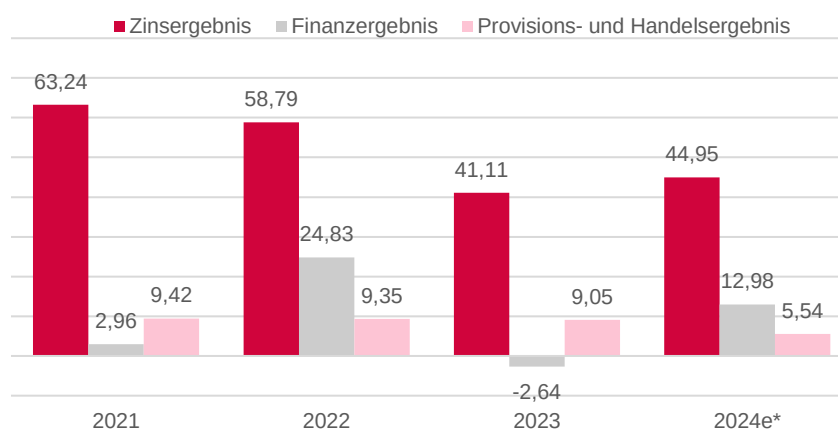
in Mio. €	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024*
Zinsergebnis	63,24	58,79	41,11	44,95
Finanzergebnis	2,96	24,83	-2,64	12,98
Provisions- und Handelsergebnis	9,42	9,35	9,05	5,54
Ergebnis vor Steuern	38,09	39,21	-5,61	-8,52
Ergebnis nach Steuern	19,37	19,55	0,73	0,73
	31.12.21	31.12.22	31.12.23	31.12.24
Bilanzsumme	5.928	5.981	5.688	6.186
Kundeneinlagen	2.954	3.176	2.854	3.824
Umweltkredite	3.543	3.703	3.722	3.457
Eigenmittel, aufsichtlich	487	504	524	505
EK-Quote, aufsichtlich	16,1%	15,7%	15,6%	16,4%

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

Ertragsentwicklung 2024

Gemäß den zum 31.03.2025 veröffentlichten vorläufigen Zahlen hat die UmweltBank AG ihre Gesamterträge gegenüber dem Vorjahr erwartungsgemäß deutlich verbessert. Dazu trug insbesondere das Zinsergebnis bei, das mit 44,95 Mio. € (VJ: 41,11 Mio. €) leicht über unseren Erwartungen (GBC-Prognose alt: 43,44 Mio. €) lag. Dieses dürfte vor allem von der starken Ausweitung der Kundeneinlagen auf 3.824 Mio. € (31.12.23: 2.854 Mio. €) profitiert haben. Durch die fristenkongruente Anlage der Kundengelder (EZB-Anlage) kann die UmweltBank AG eine Zinsmarge von rund 100 Basispunkten erzielen, so dass ein höheres Einlagenvolumen automatisch zu höheren Zinserträgen führt. Intensivierte Marketingmaßnahmen, die erfolgreiche Umstellung des Kernbankensystems, mit dem die Kunden wesentliche Prozessschritte digital abwickeln können, sowie die Einführung attraktiver Produkte tragen Früchte. Auch die Neupositionierung des Treasury-Portfolios dürfte zum Anstieg des Zinsergebnisses beigetragen haben.

Entwicklung Zinsergebnis (in Mio. €)



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

Demgegenüber war das Kreditgeschäft durch einen Rückgang des Neukreditvolumens auf rund 250 Mio. € (VJ: 459 Mio. €) gekennzeichnet. Hier dürfte die Eigenkapitalausstattung restriktiv gewirkt haben. Zudem zeigt sich in dieser Entwicklung der Fokus der Gesellschaft, der im Transformationsjahr 2024 nach der

erfolgreichen Umstellung des Kernbankensystems klar auf der Digitalisierung und Automatisierung von Prozessen sowie dem Ausbau des Einlagengeschäfts liegt.

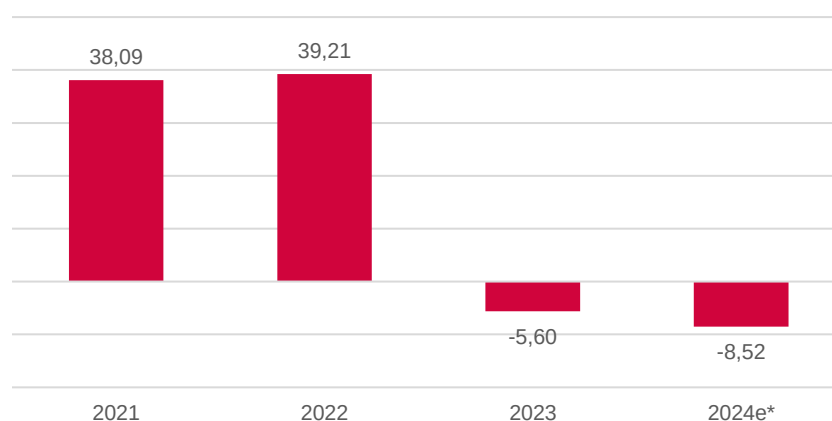
Das schwer prognostizierbare Finanzergebnis liegt leicht unter unseren Erwartungen, aber deutlich über dem Vorjahreswert. Mit dem Verkauf von 12 Beteiligungen im Geschäftsjahr 2024 hat die UmweltBank AG das Beteiligungsgeschäft planmäßig weiter reduziert und ein Ergebnis in Höhe von 12,98 Mio. € (VJ: -2,64 Mio. €) erzielt. In unserer bisherigen Prognose waren wir von einer höheren Verkaufstätigkeit und damit von einem Finanzergebnis in Höhe von 20,90 Mio. € ausgegangen. Auch im laufenden Geschäftsjahr soll das Beteiligungsportfolio weiter reduziert werden.

Das Provisionsergebnis in Höhe von 5,54 Mio. € (VJ: 9,05 Mio. €) war von schwächeren Provisionen im Handelsgeschäft geprägt, diese Entwicklung war jedoch im Vorfeld so zu erwarten (GBC Prognose alt: 5,60 Mio. €).

Ergebnisentwicklung 2024

Das Ergebnis vor Steuern und Rücklagenbildung lag mit -8,52 Mio. € (VJ: -5,61 Mio. €) innerhalb der Guidance des Unternehmens (-5 Mio. € bis -10 Mio. €). In unserer bisherigen Prognose waren wir von einem Vorsteuerergebnis in Höhe von -5,76 Mio. € ausgegangen. Den höheren Gesamterträgen in Höhe von 59,02 Mio. € (VJ: 52,23 Mio. €) stehen deutlich gestiegene Gesamtaufwendungen in Höhe von 67,52 Mio. € (VJ: 57,83 Mio. €) gegenüber. Dieser steht insbesondere im Zusammenhang mit der in 2024 fortgeführten und inzwischen weitgehend abgeschlossenen Transformation, die die Digitalisierung der Prozesse sowie den Abschluss der Umstellung des Kernbankensystems umfasst. Darüber hinaus wurden die Marketingmaßnahmen zum Ausbau des Einlagengeschäfts intensiviert. In der Folge stiegen die Verwaltungsaufwendungen sichtbar auf 40,62 Mio. € (VJ: 31,51 Mio. €). Der Personalaufwand lag mit 26,14 Mio. € (VJ: 25,62 Mio. €) leicht über dem Vorjahresniveau.

Ergebnis vor Steuern und Rücklagenbildung (in Mio. €)



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

Die Auflösung von Rücklagen hat das Nachsteuerergebnis auf 0,73 Mio. € (VJ: 0,73 Mio. €) und damit exakt auf dem Niveau des Vorjahres angehoben.

Prognose

in Mio. €	GJ 2024*	GJ 2025e	GJ 2026e	GJ 2027e
Zinsergebnis	44,95	65,92	73,74	85,35
Finanzergebnis	12,98	5,20	5,72	5,80
Provisions- und Handelsergebnis	5,54	9,45	10,86	11,24
Ergebnis vor Steuern	-8,52	8,37	16,12	24,19
Ergebnis nach Steuern	0,73	5,69	10,96	16,45

Quelle: UmweltBank. AG; GBC AG; nach vorläufigen Zahlen

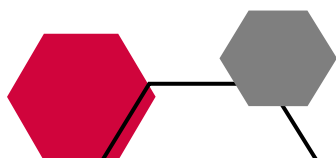
Im Rahmen der vorläufigen Zahlen stellt der Vorstand der Umwelt-Bank für 2025 die Rückkehr in die Gewinnzone in Aussicht und erwartet ein Vorsteuerergebnis in einer Bandbreite von 5 Mio. € bis 10 Mio. €. Bereits auf dem Capital Markets Day Mitte Januar hatte Dietmar von Blücher einen Ausblick auf die künftigen Treiber der Geschäftsentwicklung gegeben. Diese wurden durch die vorläufigen Zahlen bestätigt.

Die Ertragslage der UmweltBank wird durch einen deutlichen Anstieg des Zinsergebnisses geprägt sein. Hintergrund ist der Ausbau des Einlagengeschäfts mit Privatkunden, das im laufenden Geschäftsjahr auf 4,3 Mrd. Euro und bis 2028 auf 5,9 Mrd. Euro gesteigert werden soll. Neben Sparprodukten soll das Einlagengeschäft insbesondere durch das kurz vor der Einführung stehende Girokonto getragen werden. Gleichzeitig rechnet der Vorstand der UmweltBank zwar mit einer Seitwärtsbewegung des Kreditvolumens, auslaufende Kredite sollen jedoch durch neue Kredite zu verbesserten Konditionen ersetzt werden, was sich in einem Anstieg des Zinsergebnisses niederschlagen soll. Für das laufende Geschäftsjahr wird ein Kreditneugeschäft in einer Bandbreite von 250 Mio. € bis 350 Mio. € erwartet. Bis zum Jahr 2028 ist eine Ausweitung auf 650 Mio. € geplant. Das Kreditgeschäft unterliegt weiterhin den Eigenkapitalrestriktionen, die durch die Umsetzung der CRR III weiter verschärft werden.

Das Provisions- und Handelsergebnis soll nach den Erwartungen der Gesellschaft von steigenden Erträgen im Wertpapier- und Kreditgeschäft profitieren. Das Eigenemissionengeschäft wurde Mitte des abgelaufenen Geschäftsjahres durch die erfolgreiche Emission des ersten UmweltBank ETF ergänzt. Weitere ETFs und der Ausbau des Fondsgeschäfts sollen zu einer Steigerung des Provisions- und Handelsergebnisses führen.

Dem erwarteten Anstieg des Zinsüberschusses sowie des Provisions- und Handelsergebnisses steht zunächst ein voraussichtlich nur unterproportionaler Anstieg der Verwaltungsaufwendungen gegenüber. Dies vor dem Hintergrund der in den letzten Jahren umgesetzten Transformation, die bereits ab 2025 zu einem deutlichen Rückgang der Verwaltungsaufwendungen führen sollte. Für die Folgejahre rechnen wir aufgrund steigender Marketingaufwendungen sowie höherer IT-Aufwendungen wieder mit einem Anstieg der Verwaltungsaufwendungen.

Im Rahmen dieser Studie haben wir unsere Prognosen für das laufende und das kommende Geschäftsjahr verfeinert und gleichzeitig erstmals eine Prognose für das Geschäftsjahr 2027 formuliert. Dabei gehen wir von einem sukzessiven, deutlichen Anstieg der Gesamterträge aus, dem ein nur unterproportionaler Anstieg der Kosten gegenübersteht. Die Cost-Income-Ratio wird nach unserer Einschätzung bereits im Geschäftsjahr 2025 mit 89,7 % die Schwelle von 100 % unterschreiten und bis zum Geschäftsjahr 2027 deutlich auf 76,6 % zurückgehen.



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 2025e bis 2027e 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

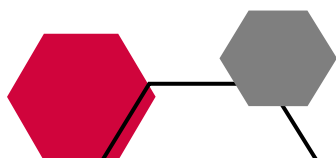
Bestimmung der Kapitalkosten

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: 2,50 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktrisikoprämie setzen wir die historische Marktrisikoprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktrprämie 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).



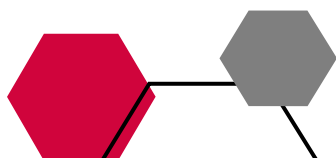
in Mio. €	31.12.23	31.12.24	31.12.25e	31.12.26e	31.12.27e	Endwert
Eigenkapital	390,77	385,02	390,71	397,28	407,15	
Jahresüberschuss	-3,80	-5,75	5,69	10,96	16,45	
ROE (nach Steuern)		-1,48%	1,47%	2,78%	4,09%	11,01%
Eigenkapitalkosten		5,34%	5,34%	5,34%	5,34%	5,34%
Überschussrendite		-6,82%	-3,87%	-2,56%	-1,25%	5,67%
Buchwert-Faktor		-0,28	0,27	0,52	0,77	2,06
Residual-Einkommen		-26,66	-14,91	-9,99	-4,97	441,87

Gemäß unserem Bewertungsmodell sollte die UmweltBank AG in der Lage sein, bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital, ein Return on Equity (nach Steuern) von nachhaltig 11,01 % zu erzielen. Unter der Annahme von Eigenkapitalkosten von 5,34 % sollte im Endwert damit eine nachhaltige Überrendite von 5,67 % oder ein Buchwertfaktor von 2,06 erwirtschaftet werden. Zur Bestimmung des Endwertes haben wir daher ein Premium über den Buchwert in Höhe von 2,06 angesetzt.

Ermittlung fairer Unternehmenswert

Barwert der Residualeinkommen 2025 – 2027	-27,41 Mio. €
Barwert Terminal Value	398,21 Mio. €
Summe der Barwerte	370,80 Mio. €
Ausstehende Aktien	35,66 Mio.
Fairer Unternehmenswert je Aktie	10,40 €

Die Summe der diskontierten Residualeiträge ergibt einen Wert von 370,80 Mio. €. Bei einer Anzahl ausstehender Aktien von 35,66 Mio. ergibt sich ein fairer Unternehmenswert je Aktie von 10,40 € (bisher: 10,00 €), was einer leichten Erhöhung des Kursziels entspricht. Diese ist insbesondere auf die erstmalige Berücksichtigung der Schätzungen für das Geschäftsjahr 2027 zurückzuführen, welches eine höhere Basis für die Berechnung des Terminal Value bietet als das Geschäftsjahr 2026. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses 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 jeweilige Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet. Ist dies der Fall, so ist dies bei der jeweiligen Studie entsprechend der Notationen angegeben.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.
oder
3. Werden die Studien nicht durch die Emittentin beauftragt, erfolgt die Erstellung der Studien auftragsunabhängig. Die Erstellung erfolgt ebenfalls ohne Beeinflussung durch Dritte.
4. Der Researchreport wird weitreichend verfügbar gemacht und allgemein zugänglich veröffentlicht und nicht nur exklusiv an bestimmte Kunden und Investoren verteilt. Somit ist die Researchstudie ebenfalls als „geringfügige Nicht-Monetäre Zuwendung“ einzustufen und somit MiFIDII compliant.

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

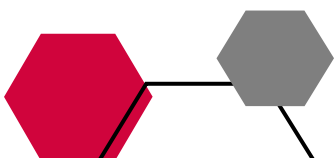
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 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: <https://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.

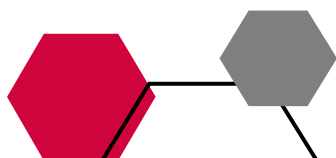
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 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., 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

