



Aktienanalyse in der DZ BANK

Frankfurt am Main, Juli 2025

Dr. Philipp Häßler, CFA

Aktienanalyst Banken & Finanzdienstleister



Die Pflichtangaben für Research-Publikationen (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie weitere aufsichtsrechtliche Hinweise, insbesondere zu Methoden und Verfahren, zur Conflicts of Interest Policy des DZ BANK Research sowie zu Statistiken über Anlageempfehlungen können kostenfrei unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden.

Wichtig: Die Erläuterungen zu möglichen Interessenkonflikten finden Sie im Abschnitt „Definitionen der Interessenkonflikte“.
Bitte lesen Sie den Abschnitt „Definitionen der Interessenkonflikte“ sowie den Abschnitt "Rechtliche Hinweise" am Ende dieses Dokumentes.

Agenda



1. Überblick über das Aktienresearch der DZ BANK
2. Methodik/Vorgehensweise Aktienanalyse
3. Praxisbeispiel: Banken
4. Praxisbeispiel: Commerzbank

Die Pflichtangaben für Research-Publikationen (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie weitere aufsichtsrechtliche Hinweise, insbesondere zu Methoden und Verfahren, zur Conflicts of Interest Policy des DZ BANK Research sowie zu Statistiken über Anlageempfehlungen können kostenfrei unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden.

¹⁾ – ¹²⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

1. Überblick Aktienresearch DZ BANK



Coverage

- Deutsche und internationale Aktien
 - Alle 40 Unternehmen aus dem DAX und fast alle Unternehmen aus dem MDAX und dem EST50
 - Internationale Large Caps => Alleinstellungsmerkmal!
 - Kontinuität
 - Atmendes Universum (Asien, Gaming, Streaming, Cyber Security, Erneuerbare Energien)

Publikationen

- Daily: Ersteinschätzung zu tagesaktuellen Ereignissen
- Flash: Geschäftszahlen, Unternehmens- und Branchenereignisse, Änderung der Einschätzung (AU, FV) etc.
- Unternehmens- und Branchenstudien, Aktienideen Global
- Auf den Punkt (monatlich): Trends und passende Aktien

Zielgruppen- spezifisch

- Verständliche Anlageurteile (Kaufen, Halten, Verkaufen) auf absoluter - nicht relativer - Basis
- Klare Aussagen
- Hohe Aktualität: Schnelle Reaktion auf relevante Ereignisse
- Verständliche Argumentation

Ansatz (Aktienanalyse)

- Fundamentale Analyse und Unternehmensbewertung
- Bottom-Up-Ansatz
- Grundlage für fundierte Anlageentscheidungen schaffen
- Differenzen zwischen aktuellem Aktienkurs und Fair Value identifizieren

2. Aktienanalyse – Methodik/Vorgehensweise

Methodik:

Aktienanalyse beschäftigt sich mit zwei „Markt-Typen“

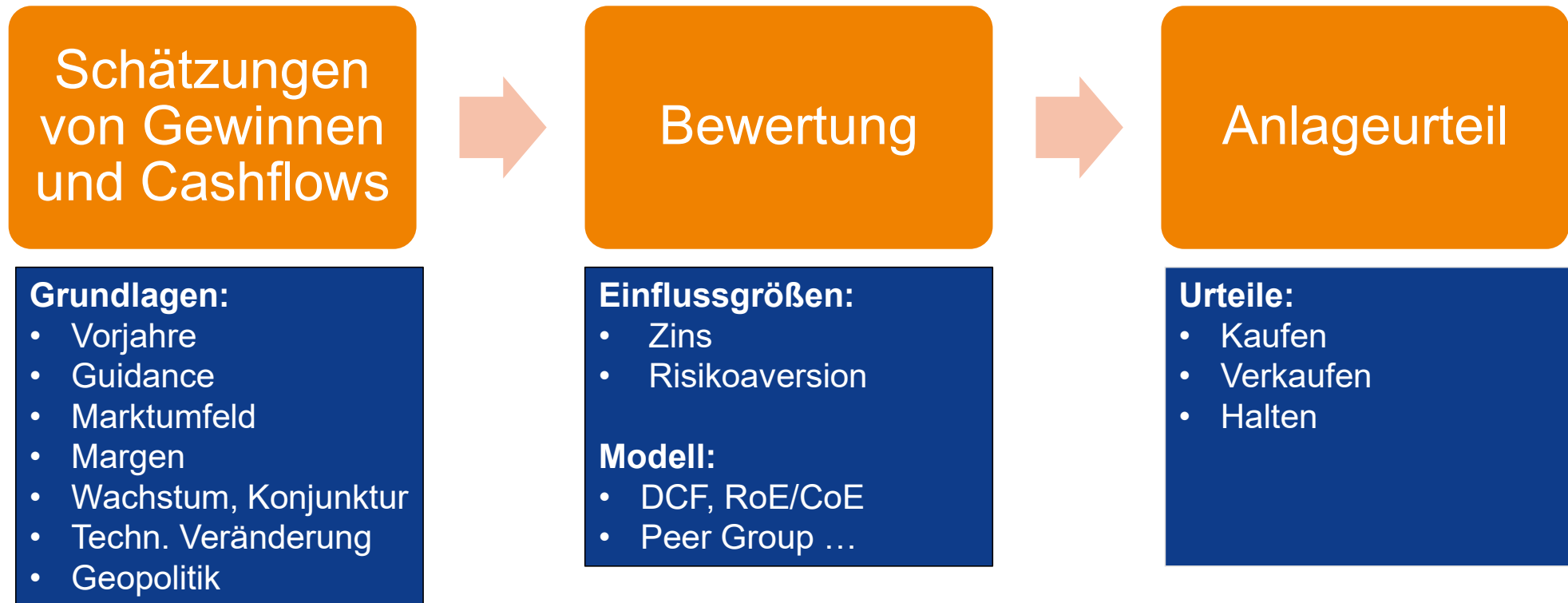


- Suche nach Unternehmen mit nachhaltigem Wettbewerbsvorteil (z.B. hohes Wachstum, überdurchschnittliche Renditen etc.)
- Suche nach Unternehmen, deren Aktienkurs z.B. den identifizierten Wettbewerbsvorteil nicht adäquat reflektiert
- Suche nach (systematischen) Fehlbewertungen

Mismatch zwischen Unternehmensposition am Produkt- und Aktienmarkt schafft besonders attraktive Investitionschancen

Methodik:

Anlageurteil Prozess



Methodik:

Informationsquellen und Informationsverarbeitung



Informationsquellen

- Unternehmenskommunikation: Vorstand, IR-Team
- Analysten- und Investorenkonferenzen
- Geschäftsberichte & Präsentationen
- (vergleichbare) Wettbewerber
- Branchen-Verbände, -Berichte
- Rating-Agenturen
- Kunden mit Unternehmenskontakten
- Informationssysteme (Bloomberg, Reuters)
- Studien öffentlicher Stellen, Think Tanks, etc.
- Newsletter, Blogs, KI etc.



Methodik:

Bewertung der Unternehmen



Absolute Bewertungsverfahren

- **Discounted Cash Flow (DCF):** Hohe Bedeutung des finalen Wertes
- **Residualeinkommensmethode: ROE/COE,** hohe Bedeutung des Buchwerts



Innerer Wert

Relative Bewertungsverfahren

- **Peer-Group-Analyse – Kennzahlen** (hoher Einfluss aktueller Marktwerte)
- **Peer-Group – Regression** (Berücksichtigung von relativen Verhältnissen bei der Bewertung; z. B. K/BW zu ROE)
- **Historische Kennzahlen** (Fokus auf die Vergangenheit)
- **Sonstige Kennzahlen** (z. B. Übernahmen von Wettbewerbern)



Bepreisung

Ergebnis

Fair Value, Anlageurteil

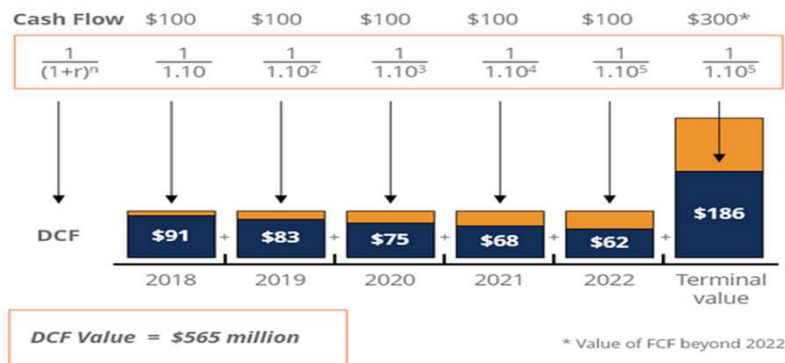
Methodik:

DCF-Modell: Vorteile und Herausforderungen



Vorteile

- DCF-Verfahren entspricht anerkannten Standards
- Weit verbreitet bei internationalen, insbesondere angelsächsischen Investoren
- Eliminierung von Einflüssen durch Bilanzpolitik
- Relativierung von zyklischen Effekten
- Bessere Vergleichbarkeit mit anderen Unternehmen
- Robuste, fundamentale Bewertung



Herausforderungen

Zähler:

- Große Unsicherheit bzgl. der Schätzung der langfristigen FCFs
- Uneinheitliche Definitionen von Cash-Flow
- Hohe Bedeutung des Terminal Value (Growth Rate)

Nenner:

- Diskontierung: Wie hoch sind die Kapitalkosten?
- Wie hoch ist der risikofreie Zins?
- Welche Risikoprämie ist angemessen?
- Beta-Faktor und FK-Kosten

Markt:

- Wert aus Holdings wird nicht richtig berücksichtigt
- Abkopplung von Marktbewegungen

Methodik:



Berücksichtigung von Wettbewerbsumfeld, weichen Faktoren ...

Wettbewerbsumfeld

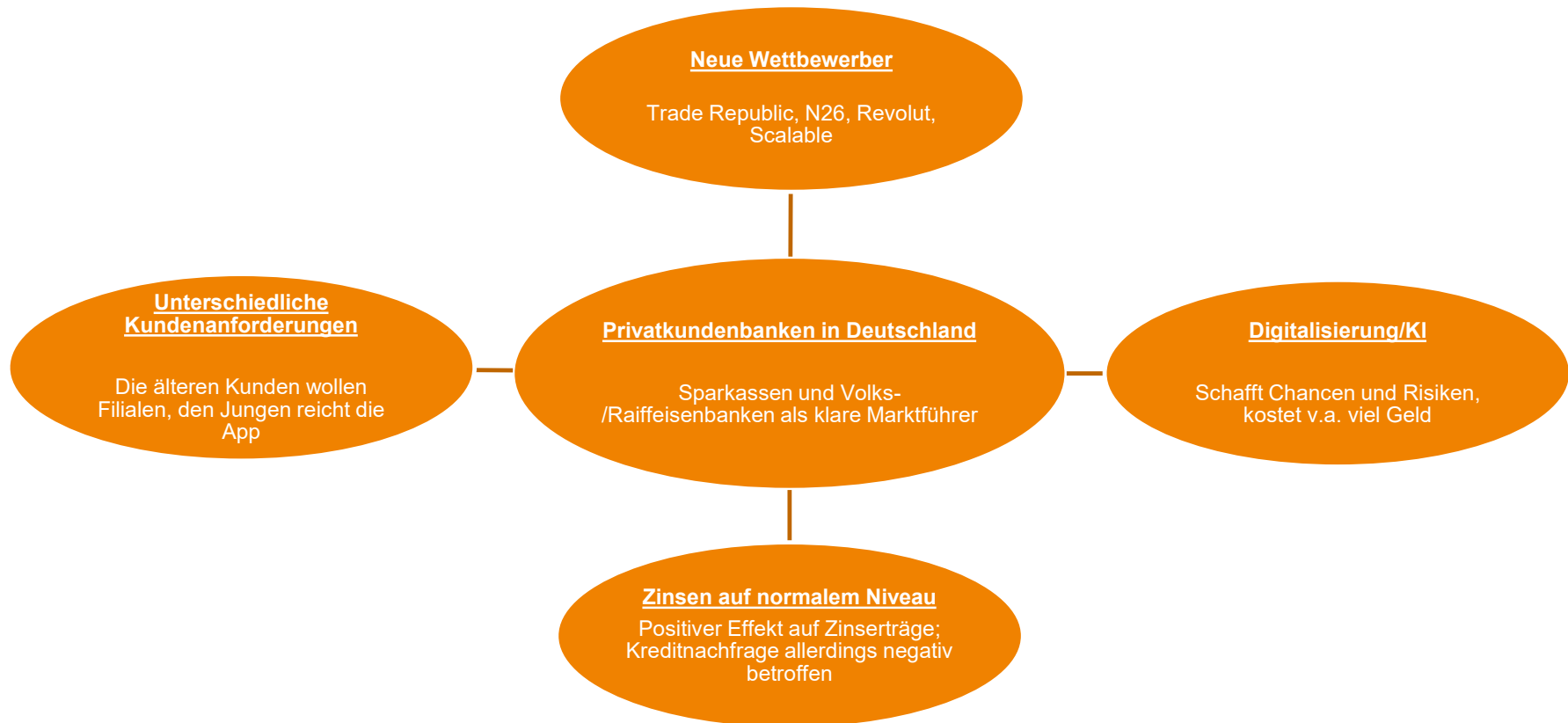
- Wettbewerbsintensität, Markteintrittsbarrieren
- Verhandlungsmacht der Kunden und Lieferanten
- Bedrohung durch Substitute
- Regulatorisches Umfeld
- Veränderungen von Kundenverhalten und gesellschaftlichen Trends

Weiche Faktoren

- Managementqualität
 - Qualifikation
 - Track Record
 - Prognosefähigkeit
 - Vertrauen
- Dividendenpolitik und Aktienrückkaufprogramme
- Informationspolitik und Investor Relations-Arbeit
- Erwarteter Newsflow

Methodik:

Wettbewerbsumfeld: Beispiel Banken, Privatkundengeschäft





- Anwendung einer Vielzahl verschiedener Bewertungsverfahren
- Berücksichtigung weicher Faktoren
- Aktienanalyse ist eine Mischung aus Handwerk und Kunst: Marktkennntnis von erfahrenen und unabhängigen Analysten erforderlich

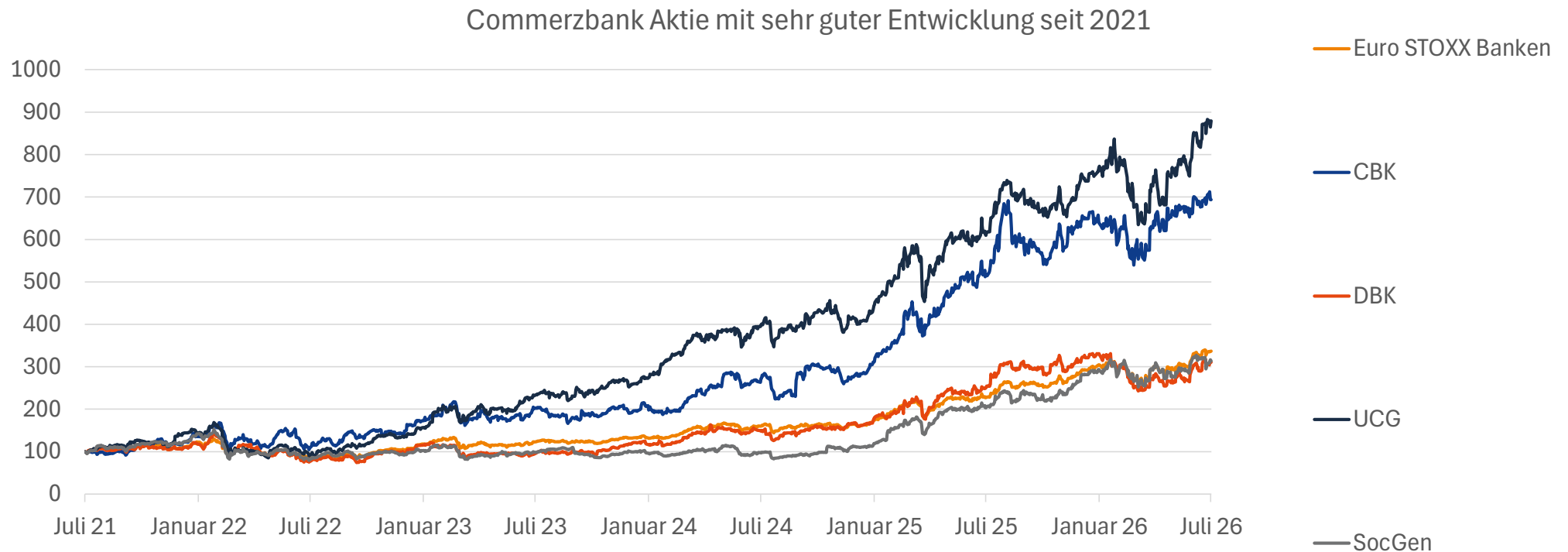
3. Praxisbeispiel: Banken

Eindrucksvolles Comeback an den Börsen ...

Banken mit starker Kursperformance in den letzten 5 Jahren



Performance (Kurs) 5 Jahre (Startzeitpunkt = 100)



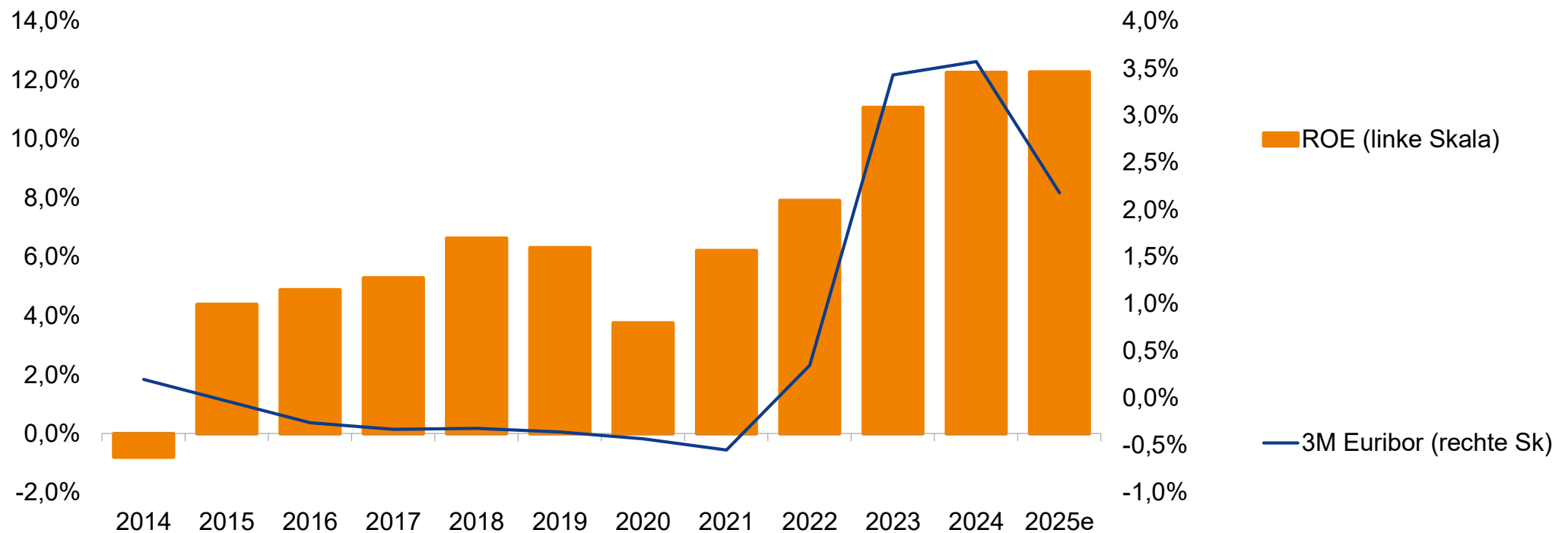
Quelle: Bloomberg, DZ Bank

Seite 18

Banken haben von der Normalisierung der Zinsen profitiert



Entwicklung ROE (Europ. Banken) vs. durchschnittlicher 3M Euribor



Quelle: Bloomberg, DZ Bank

Seite 19

Banken



Sehr unterschiedliche Geschäftsmodelle existieren

- **Banken gibt es schon seit Jahrhunderten**, die „älteste“ Bank der Welt, die italienische Banca Monte dei Paschi di Siena, wurde 1472 gegründet.
- Volks- und Raiffeisenbanken gibt es seit mehr als einem Jahrhundert.
- Universalbanken bieten die gesamte Palette von Bank-/Finanzdienstleistungen an.
- Über die letzten Jahrzehnte haben sich **immer mehr Spezialinstitute** entwickelt.
- Im **Privatkundenbereich** sind das z.B. Banken, die sich auf die Konsumentenfinanzierung oder den Wertpapierhandel konzentrieren.
- Im **Firmenkundenbereich** sind das z.B. Banken, die sich auf bestimmte Finanzierungen wie Schiffe oder Immobilien konzentrieren. **Investmentbanken** bieten verschiedene Dienstleistungen rund um die Kapitalmärkte an.
- Banken sind i.a. sehr zyklische Unternehmen.

Der deutsche Bankenmarkt ist ein besonderer Markt



Hohe Wettbewerbsintensität kennzeichnet den dt. Markt

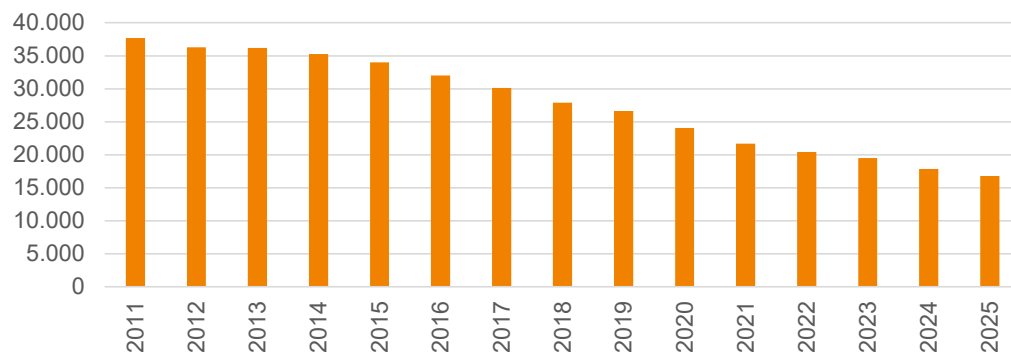
- **3-Säulen System:** Privatbanken, Sparkassen und Volks-/Raiffeisenbanken bilden den Markt; wichtig ist dabei, dass Sparkassen und Volks-/Raiffeisenbanken nur untereinander fusionieren.
- **Konsolidierungsdruck hält an:** Anzahl der Banken in den letzten 10 Jahren um ca. ein Drittel auf 1.329 (2025) gesunken.
- **Hohe Wettbewerbsintensität:** Profitabilität deutscher Banken hinkt der anderer Banken in Italien oder Spanien aufgrund der hohen Wettbewerbsintensität (gut aus Kundensicht) hinterher.
- **Attraktiver Markt:** Trotz der hohen Wettbewerbsintensität ist Deutschland als größte Volkswirtschaft Europas attraktiv für ausländische Banken.
- **Normalisierung des Zinsniveaus hat zu Gewinnsprung geführt:** Profitabilität der Banken hat sich seit Zinswende deutlich erhöht (Volks-/Raiffeisenbanken +51% Vorsteuergewinnanstieg 2020-2024; CBK: +4,1 Mrd. Euro, DBK: +4,3 Mrd. Euro).
- **Commerzbankübernahme durch UniCredit mittelfristig sehr wahrscheinlich:** UniCredit lässt nicht locker, kurzfristig erwarten wir kein neues, höheres Angebot.

Privatkundengeschäft Deutschland

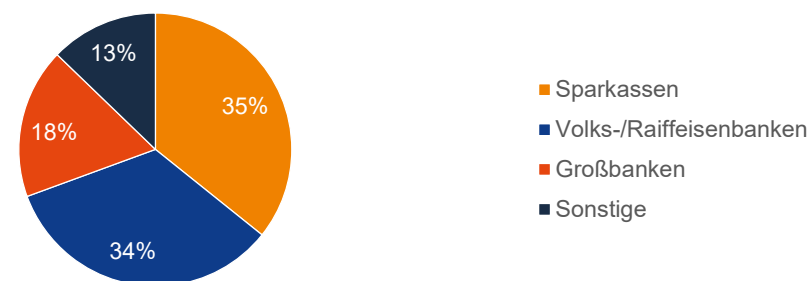


Sparkassen und VR-Banken als klare Marktführer – Neobanken gewinnen Marktanteile

Entwicklung Bankfilialen in Deutschland



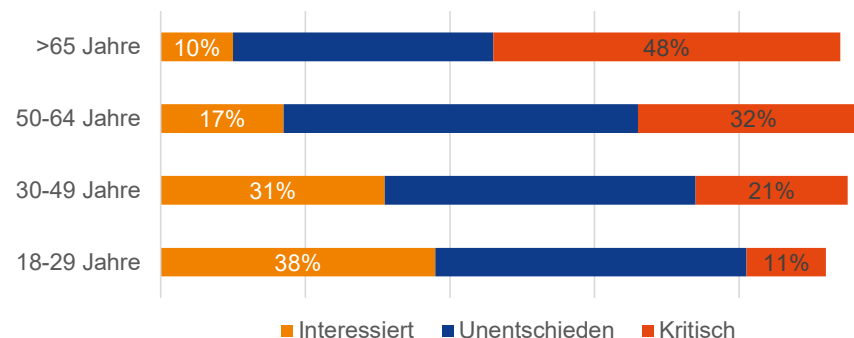
Marktanteile im deutschen Retail Banking*



Übersicht der führenden in Deutschland aktiven Neobanken

Unternehmen	Anzahl Kunden	Kundenvermögen	Zeitpunkt
N26**	4,8 Mio.	n.v.	Nov 24
Revolut	2,5 Mio.	n.v.	Aug 25
Scalable	> 1,0 Mio.	> 30 Mrd. Euro	Jun 26
Trade Republic	> 10 Mio.	150 Mrd. Euro **	Sep 25

Wie stehen Sie Neobanken gegenüber?



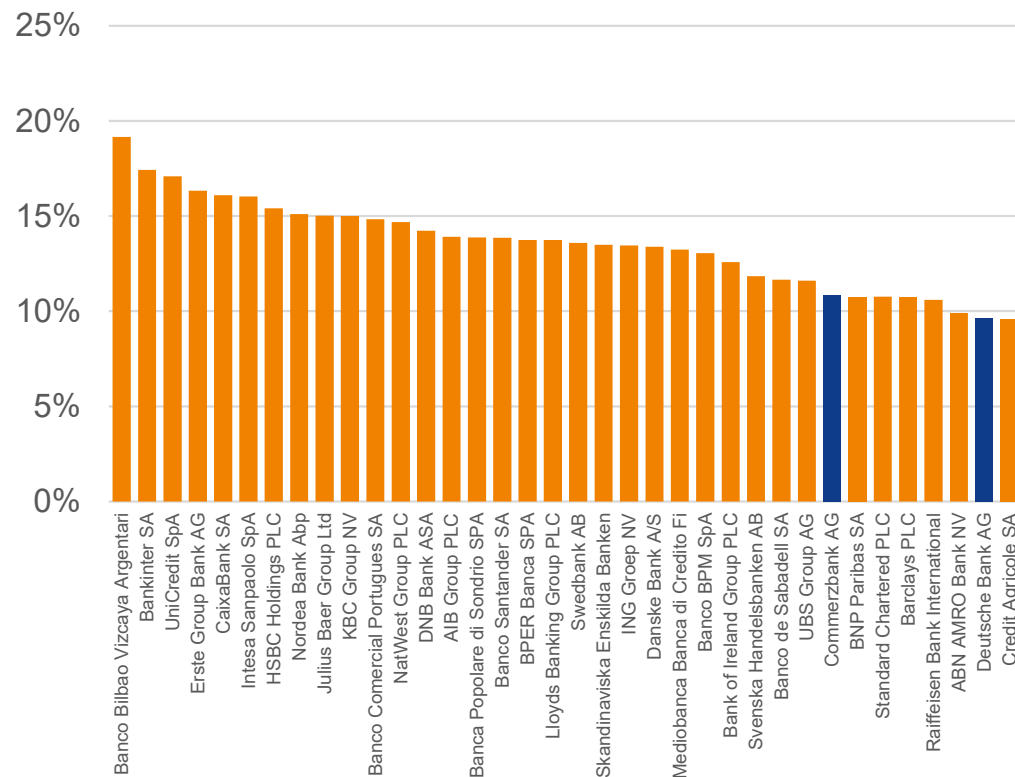
Quelle: Bundesbank, Statista, Unternehmensangaben, DZ Bank * auf Basis der Zweigstellen, ** Gesamtkundenzahl, überwiegende Großteil in Deutschland

Die dt. Banken spielen im Euroraum nicht vorne mit

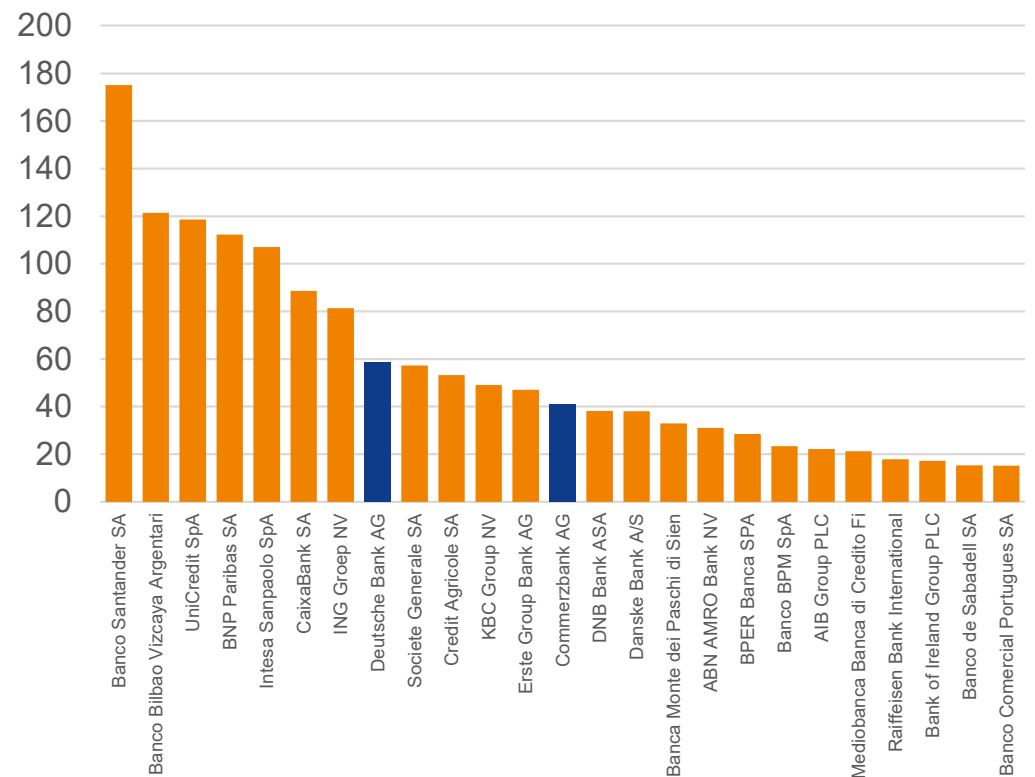


Commerzbank und Deutsche Bank als einzige börsennotierte dt. Großbanken

Deutsche Banken mit relativ schwacher Profitabilität (ROE 2026e)



Spanische/Italienische Banken am wertvollsten (Marktkap. in Mrd. Euro)



Quelle: Bloomberg, DZ Bank

Die börsennotierten europ. Banken sind sehr unterschiedlich



Vergleichbarkeit der verschiedenen Banken ist nur teilweise gegeben

- Die Banken verfolgen z.T. **sehr unterschiedliche Geschäftsmodelle** und die nationalen Bankenmärkte sind sehr heterogen, was Konditionen und Wettbewerb angeht.
- **Große Unterschiede bzgl. Kunden- und regionalem Fokus.** Manche Banken fokussieren sich stärker auf das Investment Banking, manche mehr auf das Privatkundengeschäft, andere sind v.a. stark im Heimatmarkt und andere in Osteuropa.
- Asset Management und Versicherungsgeschäft auch von unterschiedlicher Bedeutung für die verschiedenen Banken.

=> Vergleiche der Banken für Peer Group Bewertungen sind nicht einfach.

➤ 3 Gruppen von börsennotierten Banken in Europa:

- die Banken mit großem Kapitalmarktgeschäft (DBK, BNP, Barclays, SocGen)
- die Banken mit großem Privatkundengeschäft (CBK, ING, CaixaBank, Intesa, Credit Agr.)
- die Banken mit großem Anteil außereuropäischer Aktivitäten (HSBC, BBVA, Bc Santander)

Europas Bankenmarkt (II)



Regulierung, Konsolidierung & Entwicklung des Zinsüberschusses als wichtige Themen

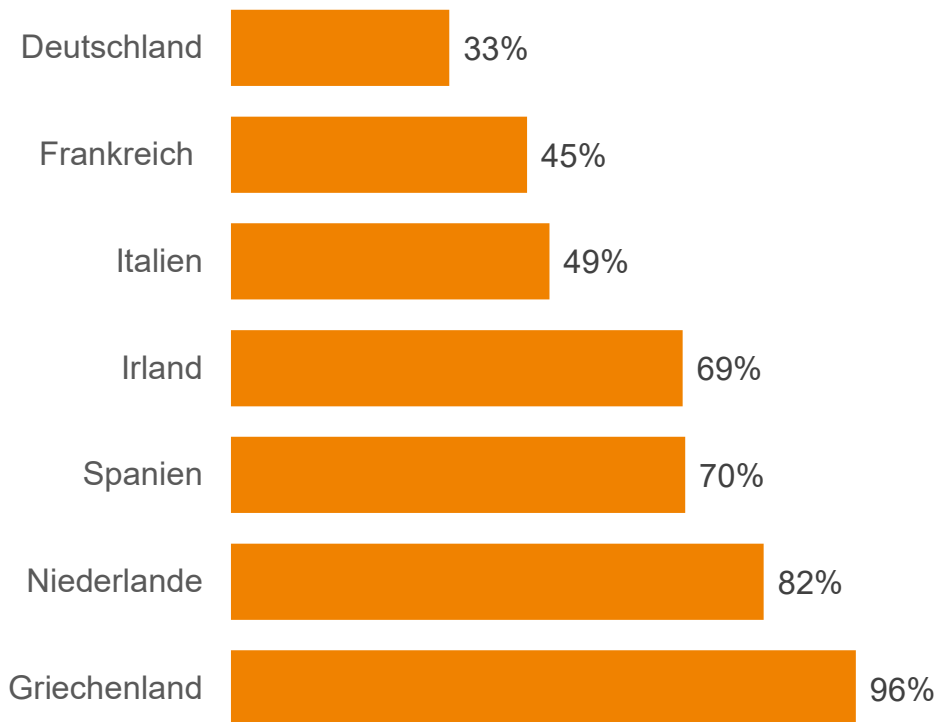
- **Konsolidierung scheint wieder Fahrt aufzunehmen**, wenn grenzüberschreitende Transaktionen vermutlich noch auf sich warten lassen – fehlende Bankenunion als Bremse. Nationale Konsolidierung (z.B. Italien) weiter im Fokus.
- **Regulierung momentan etwas in den Hintergrund** gerückt nach Implementierung Basel III. Manche Vorschriften (Regulierung Handelsbuch „FRTB“) sind sogar verschoben worden.
- **Profitabilität europ. Banken auf mehrjährigem Hoch** (seit 2007) dank gestiegener Zinsen und weiterhin niedriger Risikokosten.
- **Die entscheidende Frage in 2026 ist, wie sich der Zinsüberschuss entwickeln wird.**
 - Zinsanstieg während Q2 sollte sich positiv auswirken
 - Hedging-Maßnahmen bzw. die sog. Replikationsportfolios als stabilisierende Faktoren
 - Kredit- bzw. Einlagenwachstum könnten eine positive Wirkung haben
 - Entwicklung des Einlagen Beta spielt ebenfalls eine wichtige Rolle
 - Kapitalmarktumfeld in H1 sehr positiv entwickelt

Konsolidierungsgrad und Profitabilität miteinander korreliert?

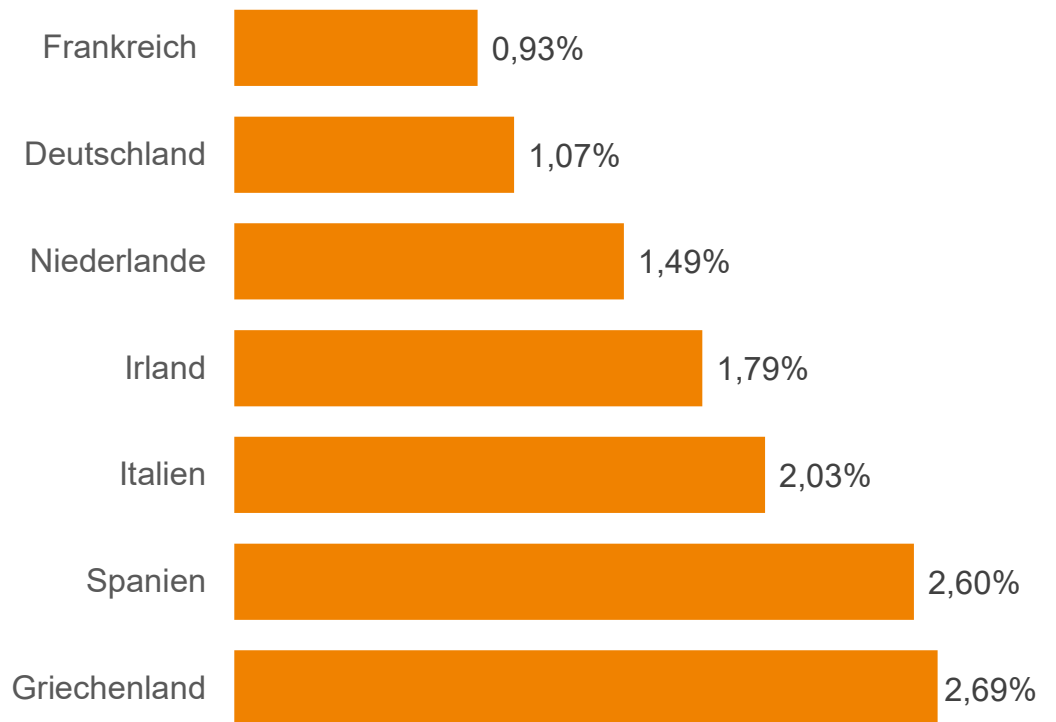


Commerzbank und Deutsche Bank als einzige börsennotierte dt. Großbanken

Deutschland hinkt bei der Bankenkonsolidierung hinterher (2023)*



Frankreich und Deutschland mit der niedrigsten Zinsmarge (Q4 2024)



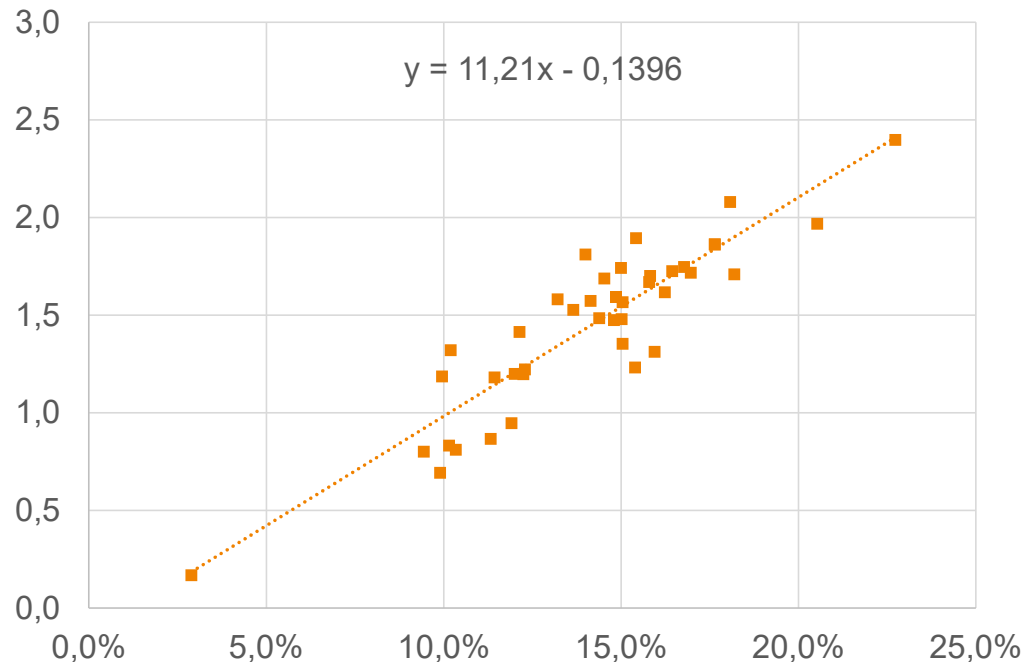
Quelle: bpb, DZ Bank, ECB ; * Anteil der 5 größten nationalen Banken an der Bilanzsumme aller Banken

Europäische Banken: Bewertung auf Basis K/BW und ROE



Regressionsanalyse auf Basis K/BW und ROE

2026e



- Wir nutzen eine Regressionsanalyse (auf Basis von geschätztem ROE und K/BW) zur Ableitung eines fairen Wertes je Aktie.
- Werte oberhalb der Linie in der Grafik sind tendenziell überbewertet, Werte unterhalb der Linie sind tendenziell unterbewertet.
- Wichtig bei der Peer Group-Bewertung ist die genaue Analyse einer möglichen Unter- bzw. Überbewertung; dafür kann es gute Gründe geben, so dass eine vermeintliche Unterbewertung sich beim zweiten Blick als gerechtfertigt darstellt.
- Der faire Wert dient zur Validierung unseres mit Hilfe des RoTE/CoE ermittelten Fair Values – bei großen Abweichungen schauen wir uns die Annahmen aus dem Bewertungsmodell nochmal detailliert an.

Quelle: Bloomberg, DZ Bank

Seite 27

Privatkundengeschäft: Welche sind die größten Herausforderungen?



Was ist Ihre Meinung?

- Regulierung bzw. Bürokratie
- Neue Wettbewerber (Revolut, Trade Republic)
- Mitarbeiterrekrutierung
- Digitalisierung/KI
- Abnehmende Bedeutung der Filiale für die Kundenbetreuung ?
- Gewinnung junger Kunden
-

4. Praxisbeispiel: Commerzbank

Übernahmekrimi in Frankfurt – Andrea Orcell
hat das Ziel vor Augen

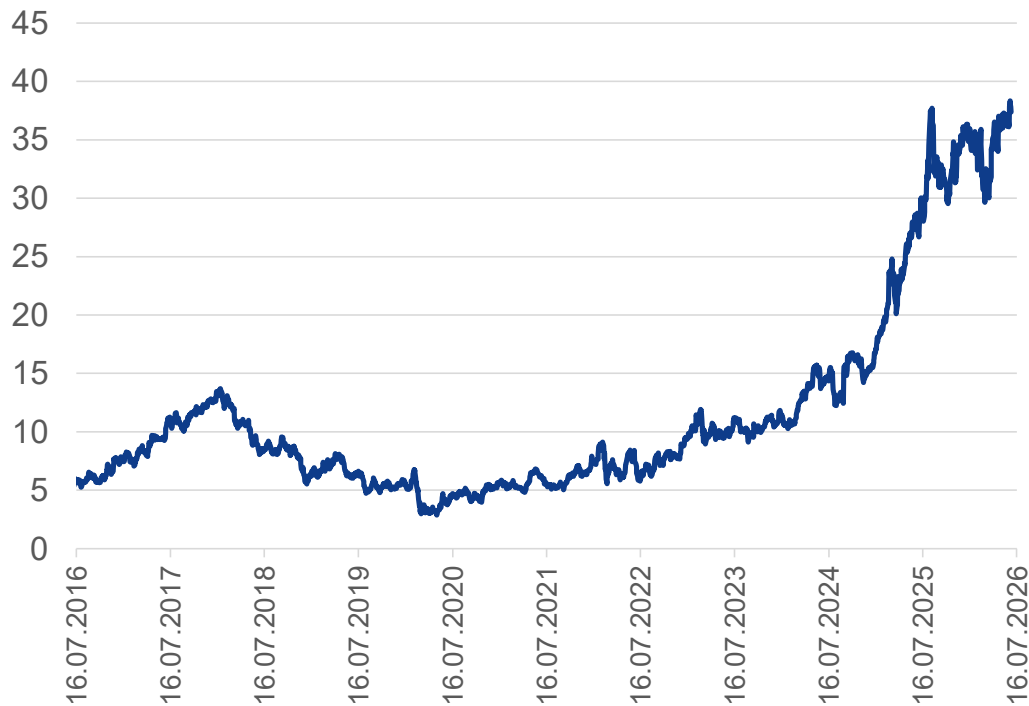
Commerzbank 6) 7) 10) 11)



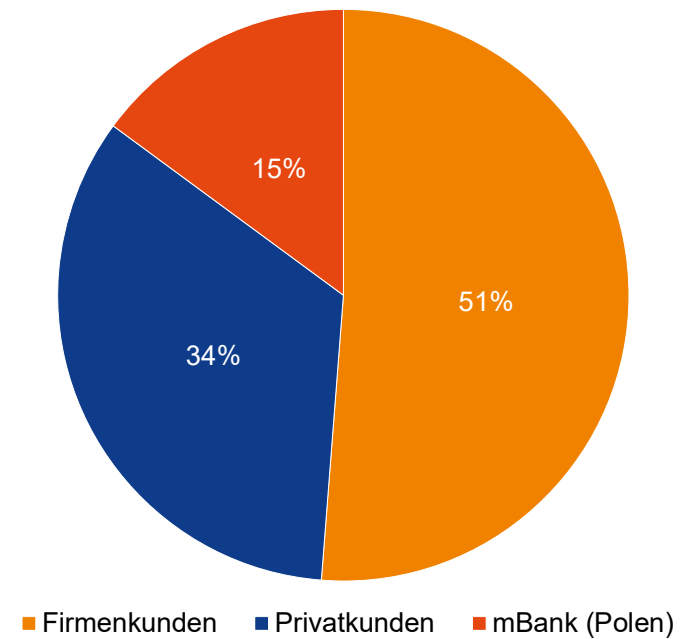
Profiteur von Zinsanstieg und Übernahmespekulation

Kursentwicklung

Eindrucksvolle Kursentwicklung in den letzten Jahren



Operatives Ergebnis nach Segmenten (%)



Quelle: Bloomberg, Commerzbank, DZ Bank

Commerzbank ^{6) 7) 10) 11)}



Fokus auf das deutsche Privat- und Firmenkundengeschäft

- Commerzbank v.a. im deutschen Privatkunden- und Firmenkundengeschäft aktiv.
- Polen wichtigster Auslandsmarkt.
- Investment Banking spielt untergeordnete Rolle.
- Dank des Zinsanstiegs hat sich die Profitabilität deutlich erhöht in den letzten Jahren.
- Profiteur vom deutschen Investitionsprogramm.
- Ambitionierte Ziele für 2028 (17% ROTE & 48% CIR in 2028) – weiterer Ausbau des Provisionsgeschäftes als wichtiger Treiber.
- Zeitnahe Übernahme aus unserer Sicht unwahrscheinlich, mittelfristig sehr wahrscheinlich.

Kennzahlenübersicht

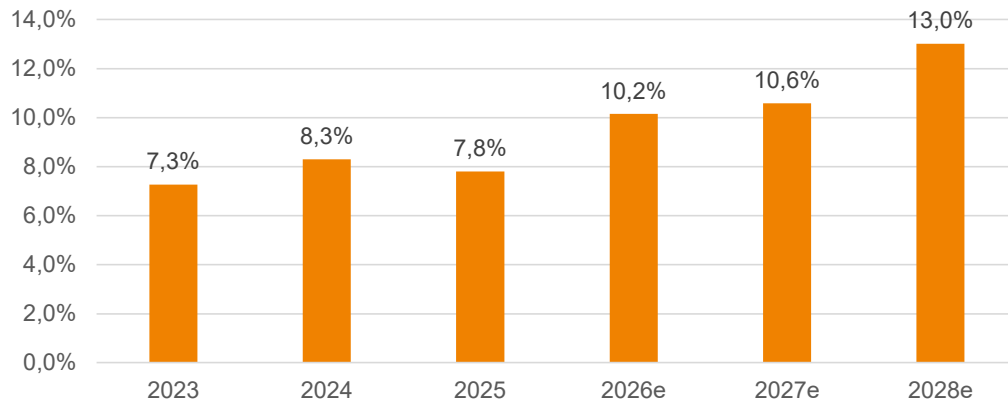
Empfehlung	Kaufen
Aktueller Kurs	37,52
Fair Value	42
Upside/Downside	12%

Bewertung

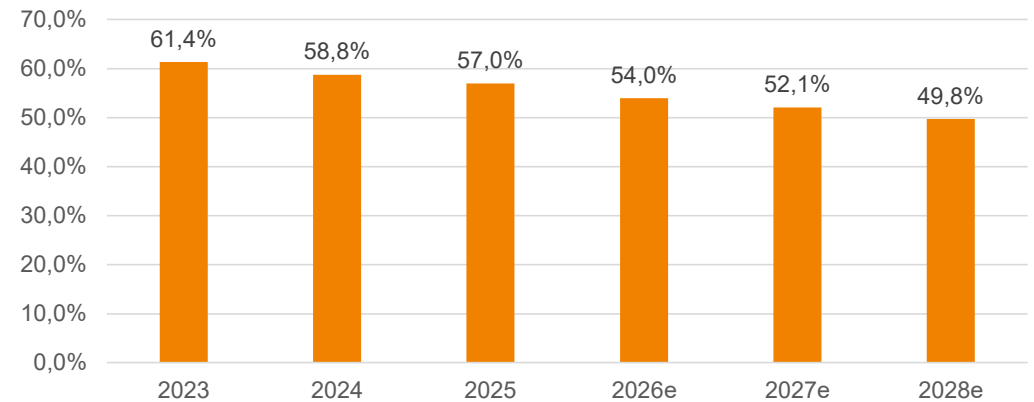
KGV 2026e	13,0x
Kurs/Buchwert 2026e	1,3x
ROE 2026e	10,2%
Kurs/mat. BW 2026e	1,4x
ROTE 2026e	10,8%
Div.rendite 2026e	4,0%
CET 1 Ratio 2026e	14,2%

Marktkapitalisierung (Mrd. Euro)	40.543
Free Float	64%

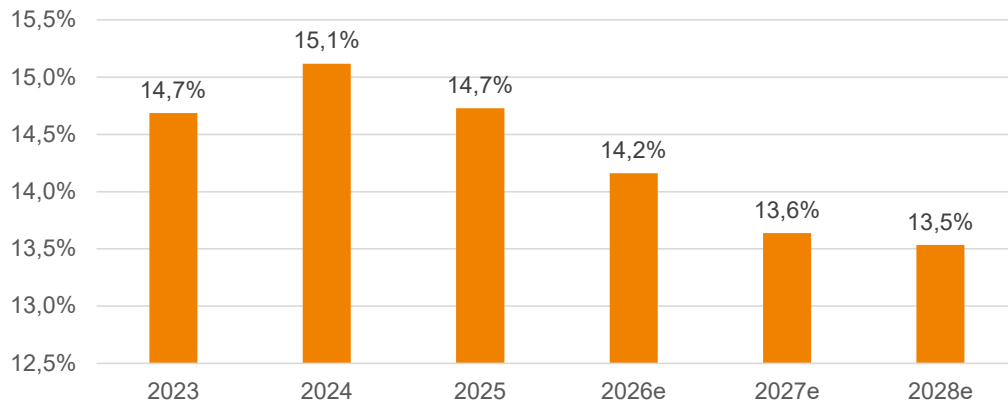
Eigenkapitalrendite mit weiterem Aufwärtspotenzial



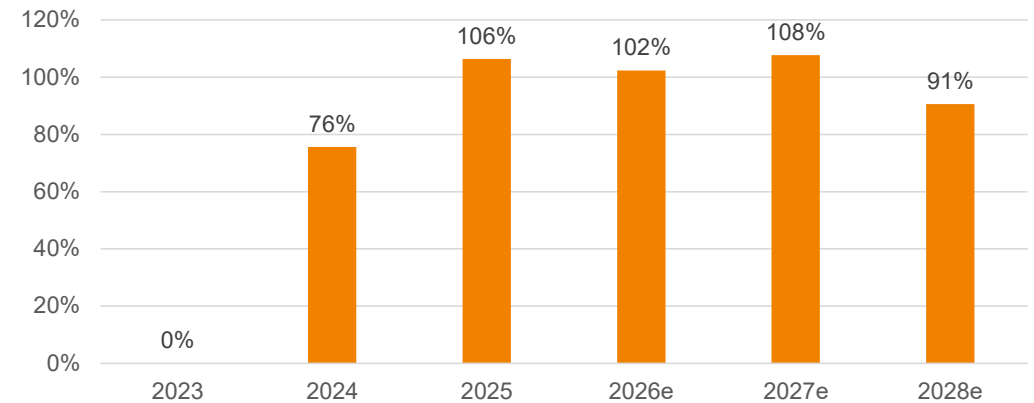
Kosteneffizienz (CIR) schon deutlich verbessert



Sehr starke Kapitalisierung



Ausschüttungsquote soll auf Rekordniveau steigen

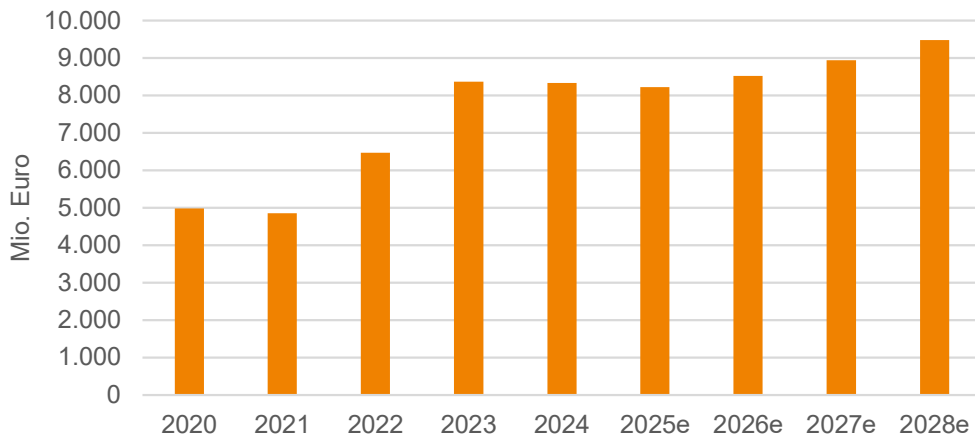


Quelle: Commerzbank, DZ Bank

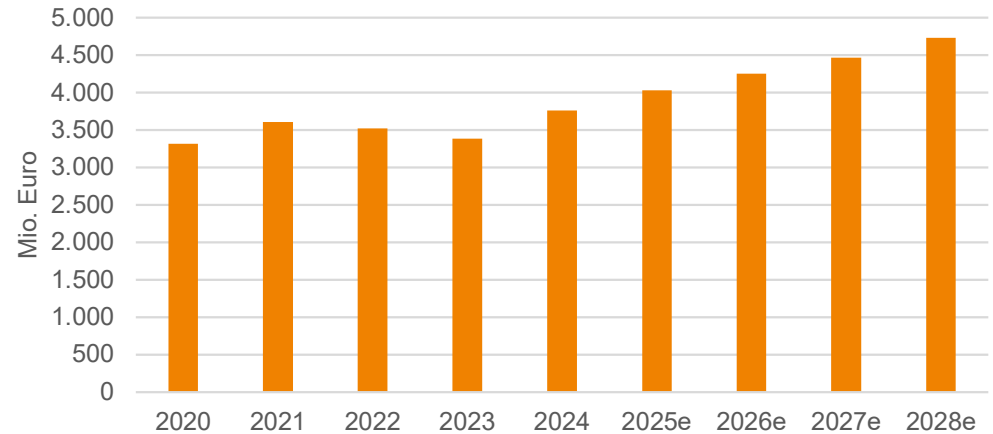
Seite 32

Provisionsüberschuss soll überproportional wachsen

Zinsüberschuss hat von gestiegenen Zinsen profitiert



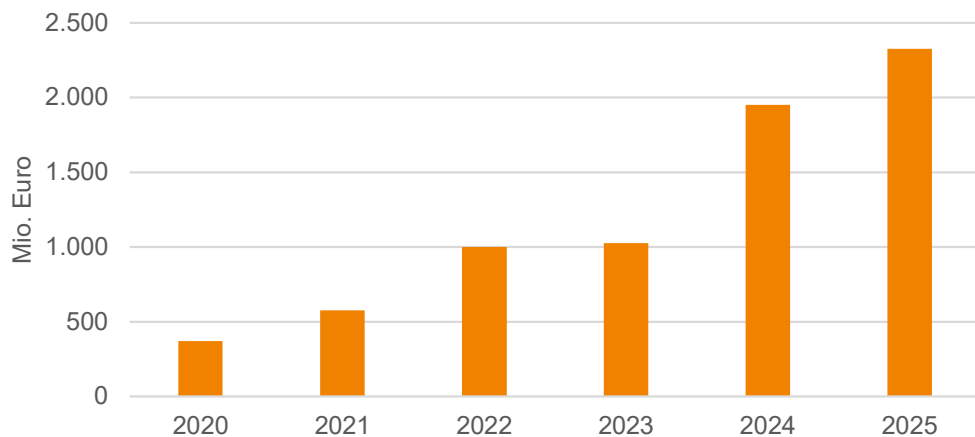
Provisionsüberschuss mit Nachholpotenzial



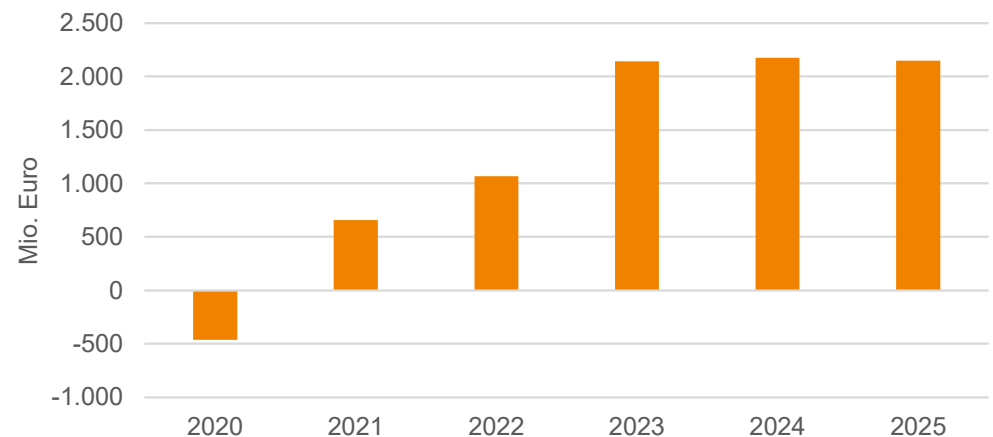
- Zinsüberschuss ist zwischen 2020 und 2024 um 67% auf 8,3 Mrd. Euro angestiegen, der Zinsanstieg war der entscheidende Treiber. Das sog. Beta (gibt an welchen Anteil des EZB-Zins die Bank an Einlagekunden weitergibt) ist mit 40% (Q1 2026) weiter relativ niedrig.
- Der Anteil des Zinsüberschusses an den Gesamterträgen bleibt mit knapp 70% auf einem relativ hohen Niveau.
- Der Provisionsüberschuss hat sich im gleichen Zeitraum um nur 11% erhöht; CBK strebt bis 2028 Steigerung um 33% an, alle Segmente sollen zu dem Wachstum beitragen.

Firmenkundengeschäft mit größerem Ergebnisanteil

Entwicklung operatives Ergebnis (Mio. Euro) Privatkundengeschäft



Entwicklung operatives Ergebnis (Mio. Euro) Firmenkundengeschäft



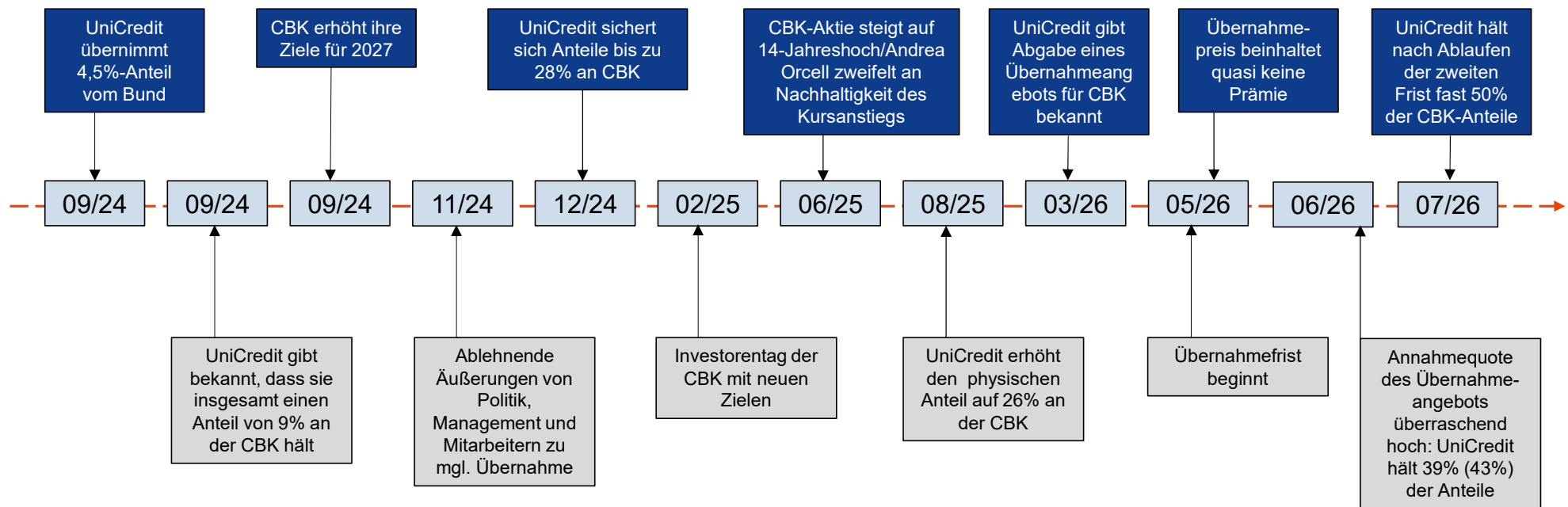
- Das Privatkundengeschäft umfasst das klassische Privatkundengeschäft, comdirect und mbank. Mit deutlich abnehmender Belastung aus den von der mbank vergebenen Fremdwährungskrediten sollte sich das Ergebnis deutlich verbessern in den nächsten Quartalen.
- Im Firmenkundengeschäft (CBK sieht sich als führende Mittelstandsbank in Deutschland) ist die Bank gut aufgestellt, bis jetzt spiegelt sich der Anstieg der Unternehmensinsolvenzen nur teilweise in höheren Risikokosten wider.
- Commerzbank sollte insbesondere im Firmenkundengeschäft vom dt. Investitionsprogramm profitieren.
- Der Anteil der notleidenden Kredite bleibt mit 1,1% auf einem niedrigen Niveau, Risikokosten bei 0,18%.

Quelle: Commerzbank, DZ Bank

UniCredits^{10) 11)} Übernahmeversuch der Commerzbank ^{6) 7) 10) 11)}



Ein Krimi mit „offenem“ Ausgang (Beginn: 10.9.2024)



Quelle: Commerzbank, UniCredit, Bloomberg, DZ Bank

Commerzbank 6) 7) 10) 11)



Commerzbank wieder im Fokus von „Übernahmespekulationen“

Kursentwicklung seit Bekanntgabe des ersten Anteilserwerbs durch UniCredit



- Commerzbank seit Bekanntgabe des Anteilserwerbs durch UniCredit am 10.9.2024 wieder ein Übernahmeziel – überraschender Coup, schnell wird klar, dass weder Politik noch Management eine Übernahme befürworten.
- Anfangs waren Investoren skeptisch, ob feindliche Übernahmen im Bankensektor möglich sind.
- Herr Orcell hat sich weder von der ablehnenden Haltung von Management bzw. Politik noch vom hohen Aktienkurs abschrecken lassen.
- UniCredit hat inzwischen einen direkten Anteil in Höhe von 44% an der CBK und hält über Derivate weitere rund 3% der Aktien.
- Unter Berücksichtigung der eigenen Aktien der Commerzbank liegt UniCredits Anteil bei fast 50%.
- Wir gehen nicht davon aus, dass UniCredit in nzt. 12 Monaten mit neuem Angebot kommt.

Quelle: Bloomberg, DZ Bank

Seite 36

Commerzbank ^{6) 7) 10) 11)}

Bewertung I: RoTE/CoE-Modell



RoE/CoE	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	Terminal Val.
EPS	1,63	2,08	2,06	2,89	3,17	4,14	4,62	5,32
TBVPS	22,16	24,50	25,95	27,48	28,87	30,90	33,24	33,24
RoTE		8,92%	8,16%	10,81%	11,26%	13,84%	14,42%	16,00%
CoE				10,15%	10,15%	10,15%	10,15%	10,15%
EVA per share					0,31	1,10	1,37	1,94
Years				0,44	1,44	2,44	3,44	4,44
Present Value EVA/Terminal					0,27	0,87	0,98	13,83
TBVPS 2026e				26,33				
Present Value EVA/Terminal				15,96				
Present Value				42,29				
Value Excess/Deficit Capital incl. DPS Payment				0,00				
Fair Value				42,3				
Upside/Downside				13%				

Eigenkapitalkosten von 10,2%

Langfristig erzielbare materielle Eigenkapitalrendite von 16%

Summe der abdiskontierten zukünftigen Erträge, die über die Kapitalkosten hinaus verdient werden

Errechneter Fairer Wert je Aktie

Buchwert (exkl. Goodwill) je Aktie per Ende 2025e

Commerzbank 6) 7) 10) 11)



Bewertung II: Peer Group-Vergleich

- Wichtiger Faktor bei Berechnung eines fairen Wertes ist die Zusammenstellung der Peer Group.
- Die Peer Group sollte nur Banken umfassen, die ähnliches Geschäftsmodell verfolgt und in vergleichbaren Regionen aktiv ist.
- Für die Commerzbank haben wir v.a. andere Banken mit Fokus Privat- und Firmenkundengeschäft ausgewählt, die v.a. in Westeuropa aktiv sind.
- Der mit Hilfe von KGV und K/BW (Regressionsanalyse unter Berücksichtigung des ROE) ermittelte faire Wert liegt bei ca. 39 Euro.

Name	Aktienkurs	Marktkap.	KGv 26e	KGv 27e	P/B 26e	P/B 27e	ROE 26e	ROE 27e	Div.r.26e
ABN AMRO Bank NV	37,48	30.887	12,7x	10,5x	1,2x	1,2x	9,9%	11,4%	4,3%
Credit Agricole SA	17,81	53.937	7,9x	7,3x	0,7x	0,7x	9,6%	9,9%	6,6%
AIB Group PLC	10,41	21.765	11,9x	10,7x	1,6x	1,6x	14,0%	15,0%	5,2%
Banco BPM SpA	15,46	23.470	12,3x	11,6x	1,6x	1,5x	13,1%	13,7%	6,6%
Banco Comercial Portugues SA	1,03	15.227	13,0x	11,1x	1,9x	1,7x	14,9%	16,8%	3,8%
BAWAG Group AG	171,70	13.206	13,9x	11,1x	2,7x	2,4x	20,1%	22,7%	3,4%
Bank of Ireland Group PLC	17,63	16.636	11,5x	9,6x	1,4x	1,3x	12,6%	15,9%	4,4%
Bankinter SA	15,56	13.986	12,1x	11,1x	2,0x	1,9x	17,6%	17,6%	4,2%
BPER Banca SPA	13,64	28.485	11,8x	10,6x	1,7x	1,6x	13,8%	14,9%	6,4%
Banca Monte dei Paschi di Sien	11,39	34.666	14,6x	12,5x	1,3x	1,3x	8,3%	10,2%	6,5%
CaixaBank SA	12,40	86.571	13,8x	11,8x	2,2x	2,1x	16,4%	18,1%	4,4%
Erste Group Bank AG	112,80	46.306	11,3x	10,3x	1,8x	1,6x	16,3%	16,2%	3,7%
ING Groep NV	28,47	81.846	11,8x	10,1x	1,6x	1,5x	13,6%	15,0%	4,4%
Intesa Sanpaolo SpA	6,36	112.460	11,0x	10,1x	1,8x	1,7x	16,0%	17,0%	6,8%
KBC Group NV	120,85	50.516	12,4x	11,0x	1,8x	1,7x	15,0%	15,8%	5,1%
Banco de Sabadell SA	3,21	15.706	11,0x	10,2x	1,2x	1,2x	11,9%	12,3%	17,3%
UniCredit SpA	81,63	123.200	11,1x	10,0x	1,8x	1,7x	17,3%	18,2%	4,6%
Average			12,0x	10,6x	1,7x	1,6x	14,2%	15,3%	5,7%
Commerzbank AG	37,41	40.424	12,1x	9,9x	1,3x	1,2x	10,9%	12,3%	4,1%

Quelle: Bloomberg, DZ Bank

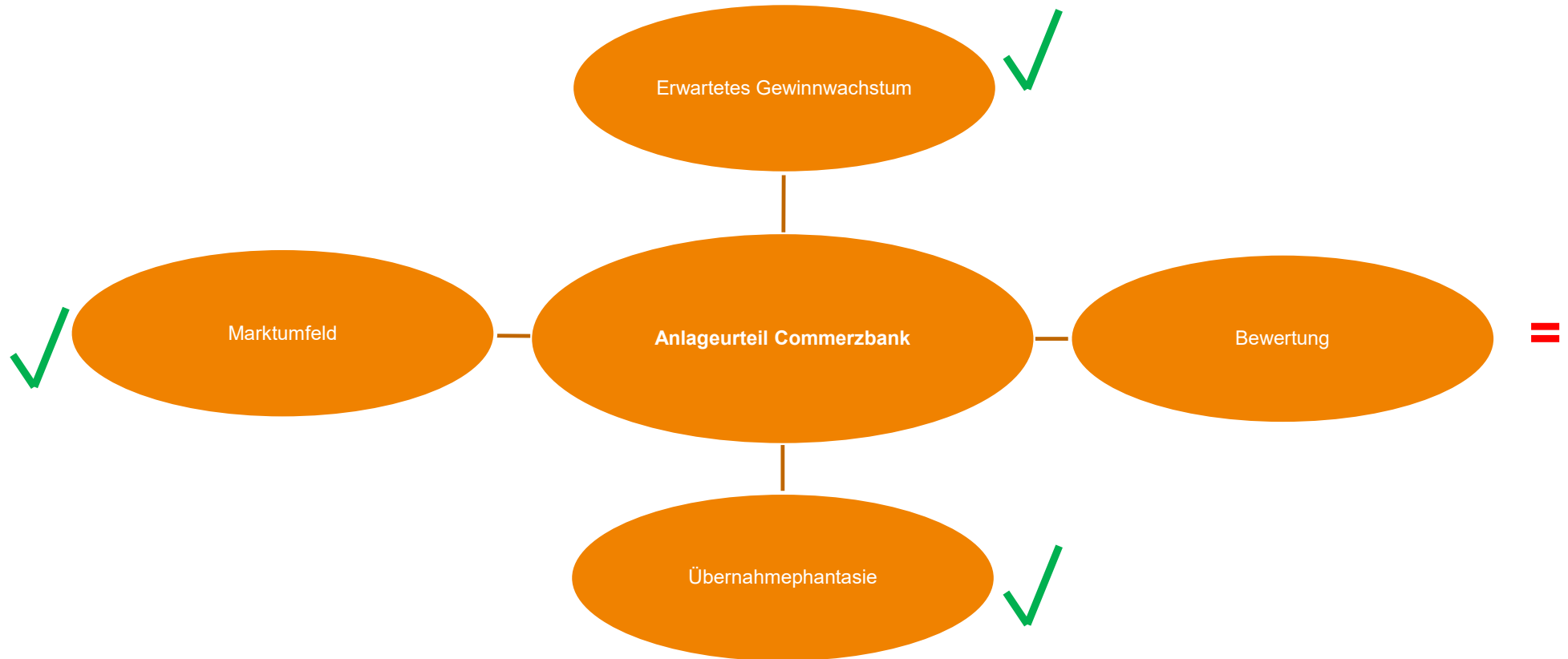
Kennzahlenübersicht

	2025	ggü. Vj.	2026e	ggü. Vj.	2027e	ggü. Vj.	2028e	ggü. Vj.	2029e	ggü. Vj.	2030e	ggü. Vj.
GuV (in Mio. Euro)												
Erträge	12.171	9,6%	13.065	7,3%	13.703	4,9%	14.507	5,9%	14.980	3,3%	15.472	3,3%
Zinsüberschuss	8.226	-1,3%	8.514	3,5%	8.940	5,0%	9.476	6,0%	9.713	2,5%	9.956	2,5%
Kosten	6.940	6,3%	7.054	1,6%	7.136	1,2%	7.219	1,2%	7.235	0,2%	7.355	1,7%
Risikovorsorge	722	-2,8%	800	10,8%	800	0,0%	850	6,3%	900	5,9%	950	5,6%
Saldo sonstige Erträge/Aufw.	-562		0		-450		0		0		0	
Ergebnis vor Steuern	3.947	3,0%	5.211	32,0%	5.317	2,0%	6.438	21,1%	6.845	6,3%	7.166	4,7%
Steuern	1.089	10,1%	1.563	43,5%	1.489	-4,8%	1.803	21,1%	1.917	6,3%	2.007	4,7%
Anteile Dritter/Zahlungen AT1	502	25,5%	550	9,6%	580	5,5%	600	3,4%	630	5,0%	630	0,0%
Ergebnis nach Steuern	2.356	-3,6%	3.098	31,5%	3.248	4,9%	4.035	24,2%	4.299	6,5%	4.530	5,4%
Ergebnis je Aktie (Euro)	2,06	-1,1%	2,89	40,4%	3,17	9,8%	4,14	30,3%	4,62	11,8%	5,12	10,7%
Dividende je Aktie (Euro)	1,10	69,2%	1,50	36,4%	1,80	20,0%	2,00	11,1%	2,20	10,0%	2,20	0,0%
Bilanz (in Mio. Euro)												
Bilanzsumme	590.092	6,4%	607.795	3,0%	626.029	3,0%	644.809	3,0%	664.154	3,0%	684.078	3,0%
Kreditvolumen	296.811	6,4%	305.715	3,0%	317.944	4,0%	330.662	4,0%	343.888	4,0%	357.644	4,0%
Eigenkapital	30.319	0,9%	30.664	1,1%	30.713	0,2%	31.284	1,9%	32.018	2,3%	32.900	2,8%
Eigenkapital exkl. imm. Vg.	28.460	0,7%	28.805	1,2%	28.854	0,2%	29.425	2,0%	30.159	2,5%	31.041	2,9%
Risikoaktiva	175.769	1,4%	181.042	3,0%	188.338	4,0%	193.988	3,0%	199.808	3,0%	207.860	4,0%
Kennzahlen												
Cost/Income-Ratio	57,0%		54,0%		52,1%		49,8%		48,3%		47,5%	
ROE	7,8%		10,2%		10,6%		13,0%		13,6%		14,0%	
ROTE	8,3%		10,8%		11,3%		13,8%		14,4%		14,8%	
Risikokosten	0,3%		0,3%		0,3%		0,3%		0,3%		0,3%	
Anteil notleidender Kredite	1,1%		1,0%		0,9%		0,9%		0,9%		0,9%	
Kernkapitalquote (CET1)	14,7%		14,2%		13,6%		13,5%		13,5%		13,4%	
Gesamtkapitalquote	19,9%		19,2%		18,5%		18,2%		18,1%		17,8%	
Leverage ratio	4,3%		4,2%		4,1%		4,0%		4,0%		4,0%	
Bewertung												
KGV	18,2x		12,9x		11,8x		9,0x		8,1x		7,3x	
Dividendenrendite	2,9%		4,0%		4,8%		5,4%		5,9%		5,9%	
Kurs/Buchwert	1,4x		1,3x		1,2x		1,1x		1,1x		1,0x	
Kurs/Nettobuchwert	1,4x		1,4x		1,3x		1,2x		1,1x		1,0x	

Quelle: Bloomberg, Commerzbank, DZ Bank

Commerzbank ^{6) 7) 10) 11)}:

Viele Aspekte fließen in das Anlageurteil ein



Commerzbank 6) 7) 10) 11)

Coverage-Übersicht Philipp Häßler



Name	Marktkapit. (EUR/USD Mio.)	Empfehlung	Aktienkurs	Fair Value	Potential	KGV 2026e	K/BW 2026e	ROE 2026e	Div.r. 2026e
Banco Santander	173.216	Halten	11,8	10,8	-8%	11,6x	1,6x	13,4%	2,3%
BNP Paribas	111.834	Halten	101,6	95,0	-6%	8,7x	0,9x	11,0%	5,8%
Commerzbank	40.391	Kaufen	37,4	42,0	12%	12,1x	1,3x	10,9%	4,1%
Deutsche Bank	59.515	Kaufen	31,2	33,0	6%	9,5x	0,9x	9,6%	3,8%
ING Group	81.717	Kaufen	28,4	27,5	-3%	11,8x	1,6x	13,6%	4,4%
Intesa Sanpaolo	112.372	Kaufen	6,4	6,6	4%	11,0x	1,8x	16,0%	6,8%
Société Générale	55.323	Kaufen	74,4	80,0	8%	9,6x	0,9x	8,9%	2,6%
UBS	151.262	Kaufen	42,6	39,0	-8%	15,3x	1,7x	11,8%	2,4%
UniCredit	122.989	Kaufen	81,6	85,0	4%	11,1x	1,8x	17,3%	4,7%
Deutsche Börse	48.848	Kaufen	262,1	300,0	14%	20,5x	3,8x	19,1%	1,8%
Grenke	561	Kaufen	12,1	21,0	74%	8,5x	0,5x	5,3%	3,3%
Baader Bank	328	Kaufen	6,7	7,7	15%	7,5x	1,5x	21,6%	3,7%
Visa	615.970	Kaufen	365,1	400,0	10%	27,8x	20,4x	67,1%	0,7%
Mastercard	425.969	Kaufen	551,5	610,0	11%	28,0x	56,4x	223,3%	0,6%
American Express	215.598	Kaufen	361,6	375,0	4%	20,5x	7,1x	35,3%	1,1%
Paypal	43.731	Kaufen	56,7	66,0	16%	10,7x	2,4x	23,4%	0,6%
Adyen	27.010	Kaufen	852,8	1600,0	88%	22,0x	4,1x	21,2%	0,0%
JP Morgan	803.526	Halten	343,2	330,0	-4%	14,3x	2,5x	18,3%	1,9%

Quelle: Bloomberg, DZ Bank

Seite 41

Fragen & Antworten



Vielen Dank

Rechtliche Hinweise

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist ein Dokument auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland oder in Österreich** freigegeben.

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Finanzanalyse“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, ‚expert investors‘ und / oder ‚institutional investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

Finanzanalysen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika** (USA) verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Sonstige Research-Information“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika** (USA) verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.

2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der DZ BANK weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK. Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.

3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden. Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte an-gegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Markt-volatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzziele, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können. Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden. Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren. Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.

4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen. Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.

6. Die Informationen und gegebenenfalls Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und gegebenenfalls Empfehlungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittenten oder dritter Parteien überein. Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.

7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Rechtliche Hinweise

Ergänzende Information von Markit Indices Limited

Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den IHS Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

Seitens IHS Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten. Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

Die in Texten und Grafiken enthaltenen Preisnotierungen sowie Rendite- und Spreadangaben sind bei IHS Markit regelmäßig auf den Stand zum Vorabend aktualisiert.

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainalytics

Die Einschätzung zur Nachhaltigkeit eines Emittenten (Erteilung des DZ BANK Gütesiegels für Nachhaltigkeit) basiert auf dem ESG-Modell, welches durch das DZ BANK Research entwickelt wurde. Die Nachhaltigkeitseinschätzung des ESG-Modells wird im Wesentlichen aus Daten und Informationen abgeleitet, die dem DZ BANK Research durch Sustainalytics (Powered by Sustainalytics) bereitgestellt werden. Weitere Angaben zum ESG-Modell können in dem Methodenansatz Nachhaltigkeitsresearch unter www.dzbank.de/Pflichtangaben kostenlos eingesehen werden.

Wir weisen insbesondere darauf hin, dass es sich bei dem oben genannten ESG-Berechnungsmodell zur Erteilung des DZ BANK Gütesiegel für Nachhaltigkeit um ein internes Berechnungsmodell handelt, welches keinen Anspruch auf Einhaltung der regulatorischen Vorgaben der Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor und der Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088 („EU-Taxonomie“) erhebt.

Ergänzende Information von STOXX Ltd. und Qontigo Index GmbH

Der DAX bzw. Euro Stoxx 50 (der „Index“) und die darin enthaltenen Daten und verwendeten Marken werden durch die STOXX Ltd. oder Qontigo Index GmbH im Rahmen einer Lizenz bereitgestellt. Die STOXX Ltd. und die Qontigo Index GmbH waren nicht an der Erstellung gemeldeter Informationen beteiligt und übernehmen keinerlei Gewährleistung und schließen jegliche Haftung (aus fahrlässigem sowie aus anderem Verhalten) – unter anderem im Hinblick auf die Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität und Eignung für einen beliebigen Zweck – für jegliche gemeldeten Informationen oder Fehler, Auslassungen oder Störungen des Index oder der darin enthaltenen Daten aus. Eine Verteilung oder weitere Verbreitung solcher der STOXX Ltd. oder Qontigo Index GmbH gehörenden Daten ist nicht gestattet.

Definitionen der Interessenkonflikte

Die nachfolgenden **Definitionen** erläutern die nach den aufsichtsrechtlichen Bestimmungen anzugebenden potenziellen Interessenkonflikte (sogenannte ‚Hochziffern‘) der DZ BANK und / oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe in Bezug auf die in einer Finanzanalyse analysierten Emittenten und / oder Finanzinstrumente:

- 1) Die DZ BANK verfügt über eine **Netto-Long-Position** von mehr als 0,5% bezogen auf das insgesamt ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.
- 2) Die DZ BANK verfügt über eine **Netto-Short-Position** von mehr als 0,5% bezogen auf das gesamte ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.
- 3) Die DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen verfügt rechtlich oder wirtschaftlich über eine **Beteiligung von 1% oder mehr** bezogen auf die von dem Emittenten ausgegebenen Eigenkapitalinstrumente.
- 4) Der Emittent hält mehr als 5% des insgesamt ausgegebenen Aktienkapitals der DZ BANK.
- 5) Die DZ BANK, eines ihrer Gruppenunternehmen oder eine natürliche oder juristische Person, die vertraglich in die Erstellung von Anlageempfehlungen eingebunden ist, ist zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Studie als **Market Maker, Designated Sponsor und / oder Liquidity Provider** für Finanzinstrumente des Emittenten tätig.
- 6) Die DZ BANK, eines ihrer Gruppenunternehmen oder eine natürliche oder juristische Person, die vertraglich in die Erstellung von Anlageempfehlungen eingebunden ist, war in den letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Studie als **Manager oder Co-Manager eines privaten und / oder öffentlichen Angebots** für Finanzinstrumente des Emittenten tätig.
- 7) Der Emittent ist oder war in den letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Studie **Kunde** der DZ BANK für Dienstleistungen des **Investmentbanking**.
- 8) Die DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen hat in den zurückliegenden 12 Monaten von dem Emittenten eine **Vergütung** für Dienstleistungen des **Investmentbanking** erhalten.
- 9) Die DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen erwartet oder beabsichtigt, in den nächsten 3 Monaten von dem Emittenten eine **Vergütung** für Dienstleistungen des **Investmentbanking** zu erhalten oder geltend zu machen.
- 10) Der Emittent ist oder war **Kunde** der DZ BANK, eines ihrer Gruppenunternehmen oder einer natürlichen oder juristischen Person, die vertraglich in die Erstellung von Anlageempfehlungen eingebunden ist oder war, für **wertpapierbezogene Dienstleistungen**, wie sie in den Abschnitten A und B des Anhangs I zur Richtlinie 2014/65/EU genannt sind, wobei sich aus der zugrunde liegenden Vereinbarung in letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse entweder eine Verpflichtung zur Zahlung oder ein Recht zum Erhalt einer Vergütung ergab.
- 11) Der Emittent ist oder war in letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse **Kunde** der DZ BANK für **nicht-wertpapierbezogene** Dienstleistungen.
- 12) DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen hat mit dem Emittenten eine **Vereinbarung über die Erstellung von Anlageempfehlungen** über von ihm emittierte Finanzinstrumente geschlossen.

Impressum

Herausgeber:

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main,
Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand: Dr. Cornelius Riese (Vorstandsvorsitzender), Souâd Benkredda (stv. Vorstandsvorsitzende), Michael Speth (stv. Vorstandsvorsitzender), Stefan Beismann, Dr. Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Dr. Imke Jacob, Johannes Koch

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft: Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

Aufsicht: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

Sicherungseinrichtungen: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverbands der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:
www.bvr-institutssicherung.de
www.bvr.de/SE

Verantwortlich für den Inhalt: Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2026

Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main