

UmweltBank

Initiation

Etablierte deutsche Bank für Nachhaltigkeit

Banken

Das Geschäftsmodell der UmweltBank (UBK) basiert auf der in Deutschland laufenden Umstellung auf eine kohlenstoffarme, ressourceneffiziente Wirtschaft. Langfristig dürften Vermögens- und Ertragswachstum der Bank weiterhin durch aufsichtsrechtliche und öffentliche Unterstützung von nachhaltigen Bauvorhaben und Erneuerbare-Energie-Projekten getragen werden. In diesem Zusammenhang beabsichtigt UBK, eine neue Nachranganleihe zu begeben, um ihre Kapitalbasis zu stärken. Dank ihrer niedrigen Kostenbasis und ausgezeichneten Kreditqualität ist UBK eine der profitabelsten börsennotierten Banken im deutschsprachigen Raum. UBKs Aktien werden 2018 zu einem geschätzten Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,2x gehandelt, was im Vergleich zur überdurchschnittlichen Eigenkapitalrendite niedrig erscheint (wir erwarten für das FJ18 11,5 %).

Jahresende	Nettozins-ertrag (€ Mio.)	Ertrag je Aktie* (€)	Dividende pro Aktie (€)	KBV* (x)	KGV (x)	Kapitalrendite* (%)	Ertrag (%)
12/16	53,6	1,16	0,34	1,4	8,4	18,0	3,5
12/17s	51,8	0,99	0,32	1,3	9,8	13,7	3,3
12/18s	50,3	0,90	0,34	1,2	10,8	11,5	3,5
12/19s	50,0	0,85	0,36	1,1	11,5	10,2	3,7
12/20s	51,4	0,85	0,38	1,1	11,5	9,8	3,9

Hinweis: *basierend auf dem Nettogewinn vor Rücklagendotierung für allgemeine Bankrisiken und dem materiellen Buchwert einschließlich Rücklagen für allgemeine Bankrisiken

Gut aufgestellt für die Umstellung auf kohlenstoffarme Energiequellen

UBKs Fokus auf die Finanzierung von Projekten im Bereich nachhaltiger Energien ermöglichte es der Bank, ihre Aktiva in den vergangenen Jahren stärker wachsen zu lassen als der Bankensektor im Mittel (durchschnittliche jährliche Wachstumsrate 2010-2017 von etwa 10 %). Die aktuelle Umstellung auf eine kohlenstoffemissionsarme Wirtschaft dürfte UBK weiterhin zugutekommen. In Deutschland wird das ambitionierte Ziel verfolgt, bis 2050 mehr als 80 % der gesamten Elektrizität aus erneuerbaren Energiequellen zu gewinnen (gegenüber 36 % 2017). Weitreichende Expertise in der Finanzierung von ökologischen Bauvorhaben und Erneuerbare-Energie-Projekten in Kombination mit attraktiven Kreditkonditionen (unterstützt durch Förderbanken) sollten es UBK ermöglichen, diesen Trend profitabel zu nutzen.

16. Mai 2018

Kurs 9,76 €
Marktkapitalisierung 272 Mio. €

Gesamtvermögen (Mrd. €) zum Ende 2017	3,5
Ausgegebene Aktien	27,9 Mio.
Streubesitz	84,4 %
Code	UBK
Primäre Börse	München
Sekundäre Börse	Xetra

Aktienkursentwicklung



%	1 Mio.	3 Mio.	12 Mio.
Abs.	23,5	(15,8)	(21,7)
Rel. (lokal)	16,5	(10,1)	(21,9)
52-Wochen-Hoch/Tief	13,56 €	7,70 €	

Beschreibung des Unternehmens

Die UmweltBank ist ein spezialisierter Kreditgeber mit einer Bilanzsumme von 3,5 Mrd. €. Die Bank finanziert Projekte im Bereich erneuerbare Energien (Sonnen-, Wind-, Wasser- und Biomassekraftwerke) und gewährt Kredite für Neubauten oder Renovierungen nachhaltiger Wohn- und Gewerbeimmobilien.

Bevorstehende Ereignisse

Hauptversammlung	28. Juni 2018
------------------	---------------

Analyst

Milosz Papst +44 (0)20 3077 5700

financials@edisongroup.com

[Profilseite von Edison](#)

**Die UmweltBank ist ein
 Research-Kunde von Edison
 Investment Research Limited**

Starke CET1/Tier 1-Kapitalquote, Gesamtkapitalquote müsste jedoch höher sein

Ende 2017 betrug UBKs harte Kernkapitalquote 8,9 %. Nach unseren Schätzungen stand die Kernkapitalquote bei etwa 10,5 %, weit über den bis 2019 in Kraft tretenden aufsichtsrechtlichen Anforderungen von 7,0 % beziehungsweise 8,5 %. UBKs Gesamtkapitalquote von 12,4 % stellt jedoch einen relativ kleinen Sicherheitsabstand gegenüber dem für 2019 geltenden Mindestniveau (12,0 %) dar. Somit hängt die künftige Expansion im Kreditgeschäft von UBKs Fähigkeit ab, diese Quote zu erhöhen, wahrscheinlich durch die Begebung von bis zu 40 Mio. € nachrangiger Anleihen in 2018. Unserer Ansicht nach wird UBK damit ihre angezielte Gesamtkapitalquote von 13,0 % und ein potenzielles Kreditportfoliowachstum von bis zu 7 % jährlich bis 2022 erreichen können (wir gehen konservativ von etwa 4,5 % jährlich aus).

Bewertung: Von kurzfristigen Herausforderungen beeinflusst

Nach einem Preistrückgang um etwa 40 % in den vergangenen 12 Monaten werden UBK-Aktien 2018 zu einem geschätzten Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,2x gehandelt (gegenüber einem Peergroup-Durchschnitt von 1,3x), was unserer Meinung nach UBKs Ertragspotenzial nicht voll reflektiert. Wir haben UBK anhand eines auf dem Kurs-Buchwert-Verhältnis und der Eigenkapitalrendite beruhenden Ansatzes bewertet und einen beizulegenden Zeitwert von 11,1 € je Aktie ermittelt, was auf Wachstumspotenzial von 13,4 % hindeutet. UBK bietet eine Dividendenrendite von etwa 3,5 % an, was über der durchschnittlich von großen Banken angebotenen Rendite (etwa 3 %) liegt.

Investmentüberblick

Beschreibung des Unternehmens: Die einzige börsennotierte „grüne“ Bank in Deutschland

UBK ist eine spezialisierte deutsche Bank. Sie gewährt Kredite an Kunden, die Entwicklungsprojekte im Bereich erneuerbare Energien umsetzen, darunter Sonnen-, Wind-, Wasser- und Biomasseprojekte (65 % des aktuellen Kreditportfolios) sowie nachhaltige Bauprojekte für Privat- und Gewerbekunden (die restlichen 35 %). UBK finanziert ihre Tätigkeiten durch Eigenkapital (einschließlich bedingter Pflichtwandelanleihen), Kundeneinlagen, zu Vorzugsbedingungen von Förderbanken gewährte Kredite (beispielsweise durch die Kreditanstalt für Wiederaufbau – KfW), die TLTRO-II-Fazilität (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) der Europäischen Zentralbank, und zusätzlich durch Genussrechte. Sie hat ihre Assetbasis zwischen 2010 und 2017 mit einer jährlichen Wachstumsrate von etwa 10 % erweitert und damit den Bankensektor im Durchschnitt übertroffen. Vorangetrieben wurde dies durch die aktuelle Umstellung der Energiebranche auf erneuerbare Ressourcen (die aktuell etwa 36 % des gesamten Bruttostromverbrauchs erzeugen), steigende Investitionen in nachhaltige Gebäude (durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 17 % 2010-2016) und das erhöhte Umweltbewusstsein in der deutschen Gesellschaft. Charakteristisch für UBK ist die schlanke Geschäftsstruktur, die sich in einem Aufwand-Ertrag-Verhältnis widerspiegelt, das weit unter dem Standardniveau für Banken liegt (29,4 % für 2017 gegenüber einem Branchendurchschnitt von 73,3 % und gegenüber der Kennzahl einer anderen deutschen Direktbank, ING-DiBa, von etwa 40 % in 2016), in einer überdurchschnittlichen Nettozinsmarge (unserer Schätzung nach etwa 1,61 % für 2017 gegenüber dem Durchschnitt deutscher Banken von etwa 1,1 % für 2016) sowie in hoher Rentabilität (die für 2017 geschätzte Eigenkapitalrendite vor Steuern betrug etwa 20 % gegenüber dem Branchendurchschnitt von 6,0 % für 2016).

Bewertung: Beizulegender Zeitwert von 11,1 € je Aktie deutet auf solides Wachstumspotenzial hin

Wir haben UBK anhand eines auf dem Kurs-Buchwert-Verhältnis und der Eigenkapitalrendite beruhenden Ansatzes bewertet, mit einer geschätzten nachhaltigen Rendite auf das bilanzielle Eigenkapital von 11,9 %, einem aus dem CAPM abgeleiteten Eigenkapitalkostensatz von 8,8 % und einer nachhaltigen langfristigen Wachstumsquote von 2,0 %. Für die Zwecke unserer Bewertung behandeln wir die gemäß Paragraf 340g des Deutschen Handelsgesetzbuches gebildeten Rücklagen für allgemeine Bankrisiken als Eigenkapital (eine genaue Erläuterung findet sich im Abschnitt Bewertung). Dementsprechend haben wir einen beizulegenden Zeitwert von 11,1 € je UBK-Aktie ermittelt, was auf ein Wachstumspotenzial von 13,4 % gegenüber dem aktuellen Aktienpreis von 9,76 € hindeutet. Ohne Einbezug der Rücklagen in das bilanzielle Eigenkapital und Anpassung des Nettogewinns an die jeweiligen Dotierungen würde der beizulegende Zeitwert je UBK-Aktie 10,6 € betragen.

Finanzlage: Kurzfristig unter Druck, langfristig profitabel

UBKs Gewinn steht im Niedrigzinsumfeld der Eurozone unter Druck. Die Bank verbuchte im FJ16 eine um etwa 18 bp auf 1,87 % rückläufige Nettozinsmarge. Für das FJ17 schätzten wir einen Rückgang um 26 bp auf 1,61 %. Angesichts der noch immer akkommodierenden Geldpolitik der Europäischen Zentralbank glauben wir, dieser belastende Faktor wird im FJ18 und im FJ19 weiter anhalten. Unsere Schätzungen sehen um 13 bp beziehungsweise 5 bp komprimierte Margen voraus. Zudem erwarten wir, dass UBKs Aufwand-Ertrag-Verhältnis aufgrund einer wachsenden Belegschaft und eines geringeren operativen Ergebnisses bis zum FJ20 auf etwa 35,9 % steigen wird. Laut unseren Prognosen wird UBKs Kreditportfolio im FJ18 und FJ19 um etwa 2-3 % jährlich

wachsen, gestützt vorwiegend auf das Wachstum im Bereich nachhaltiger Gebäude (obwohl Kapazitätsengpässe im deutschen Baugewerbe den Neubau von Wohnimmobilien kurzfristig bremsen könnten). Infolge der Einführung gesetzlich vorgeschriebener Ausschreibungssysteme für große Wind- und Sonnenkraftprojekte wird die Projektbewertung komplexer. Dennoch wird UBK unseren Erwartungen nach ein qualitativ hochwertiges Kreditportfolio behalten, mit einer geschätzten NPL-Quote (dem Anteil notleidender Kredite) von 0,40-0,45 % und moderaten Nettorückstellungen (wobei die NPL-Deckungsquote bei etwa 70 % bleibt).

Angesichts des wahrscheinlichen Stopps des Wertpapierkaufprogramms der EZB 2018 und der erwarteten Zinserhöhungen ab etwa Mitte 2019 (beruhend auf einer Reuters-Umfrage) sollte die Nettozinsmarge der UBK sich jedoch allmählich erholen. Zusätzlich sollten die Zinsen auf allen Krediten in UBKs Portfolio (die in der Regel für 10 Jahre festgeschrieben sind) bereits in den nächsten zwei bis drei Jahren angepasst werden, um der Niedrigzinsumgebung zu entsprechen. Damit wird etwaiger Abwärtsdruck eliminiert. Wir schätzen UBKs Nettozinsmarge im FJ20 mit 1,42 %, im FJ21 mit 1,45 % und im FJ22 mit 1,50 % ein. Nach einer erfolgreichen Begebung von Ergänzungskapital (Tier-2-Kapital) wird UBK über eine solide Kapitalbasis verfügen, um das künftige Wachstum des Kreditportfolios zu finanzieren (wir schätzen eine kumulierte jährliche Wachstumsrate von etwa 4,5 % für 2017-2022). Dies dürfte durch starke Nachfrage nach Wohnimmobilien in Deutschland unterstützt werden, ebenso wie durch staatliche Regelungen, die die Umstellung auf eine kohlenstoffemissionsarme Wirtschaft begünstigen.

Sensitivitäten: Zinssätze, Kapitalbasis und Regulierungen

Unsere Prognosen für UBK beruhen auf einer Reihe von Annahmen, zunächst einmal auf den erwarteten Zinserhöhungen durch die EZB, da etwa 80-90 % von UBKs Ertrag vor Verwaltungsaufwand und Zinsen aus dem Nettozinsertrag stammen. Laut unseren Schätzungen würde jede Änderung um 10 bp in UBKs Nettozinsmarge im FJ18 zu einer Änderung um 105 bp in der Eigenkapitalrendite der Bank führen (siehe Grafik 11). Zweitens wird die Bank, falls sie nicht genug zusätzliches Kapital aufnehmen kann, mit einem sehr geringen Sicherheitsabstand gegenüber dem aufsichtsrechtlich erforderlichen Gesamtkapital tätig sein (Gesamtkapitalquote von 12,4 % Ende 2017 gegenüber Mindestanforderung von 12,0 % ab 2019). Es ist wahrscheinlich, dass ein solcher Mangel an neuem Kapital zu verhaltenen Kreditaktivitäten und nur bescheidenem Ertragswachstum führen würde. Und schließlich könnten sich etwaige weitere aufsichtsrechtliche Änderungen im Bereich erneuerbare Energien (positive oder negative) auf die Nachfrage nach den von UBK angebotenen Finanzierungskrediten auswirken. Zudem trat das Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG) 2017 erst letztes Jahr in Kraft. Es ist bisher nur eingeschränkt abzusehen, wie sich dies in den nächsten Jahren auf die Entwicklung von Sonnen- und Windparks auswirken wird.

Beschreibung des Unternehmens

UBK ist eine deutsche Direkt- und Beraterbank mit Geschäftssitz in Nürnberg. Die Bank spezialisiert sich auf „grüne“ Projekte in den Bereichen nachhaltige Immobilien und erneuerbare Energien, insbesondere Sonnen- und Windenergieprojekte. UBK ist auch im Wertpapiergeschäft aktiv. Angeboten werden „grüne“ Aktien, Umweltfonds (gemanagt von Ökoworld, SEB und JSS) und „grüne“ Projektanleihen. Der von Kunden in die Fonds investierte Gesamtwert beläuft sich auf über 500 Mio. € (zum Ende Dezember 2017). Zudem vertreibt die Bank „grüne“ Versicherungsprodukte. UBK wurde 1997 gegründet und hat seither über 22.000 Projekte mitfinanziert. Die Bank bedient beinahe 114.000 Kunden (fast ausschließlich in Deutschland) und verfügt über eine Assetbasis von etwa 3,5 Mrd. € (zum Ende Dezember 2017). UBK befindet sich zu 84,4 % im Streubesitz. Der verbleibende Anteil von 15,6 % ist indirektes Eigentum des Gründers Horst P. Popp und seiner Familie über die UmweltVermögen Beteiligungs AG. Dieser Anteil wurde jedoch kürzlich an GLS

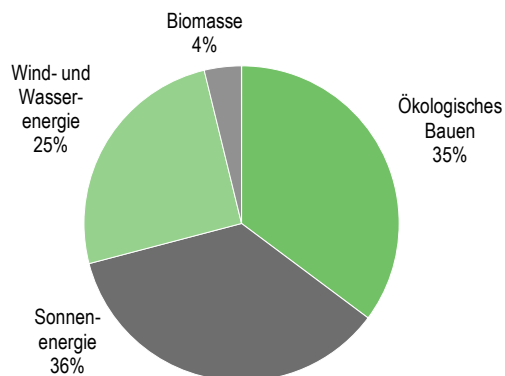
Gemeinschaftsbank eG (einen Wettbewerber von UBK) verkauft. Die Transaktion wird am 2. Juli 2018 rechtskräftig.

UBKs Kreditgeschäft ist in zwei Hauptbereiche unterteilt:

- **Erneuerbare Energie:** UBK bietet Finanzierungen für Erneuerbare-Energie-Projekte an, beispielsweise Sonnen- und Windparks, Wasserkraftwerke, Blockheizkraftwerke und Biomassekraftwerke. Die Kredithöhe liegt in der Regel im niedrigen bis mittleren zweistelligen Millionen-Euro-Bereich, bei Sonnenkraftprojekten allerdings etwas niedriger. Die Bank konzentriert sich ausschließlich auf Sonnenkraftanlagen mit einer Kapazität von mehr als 250 Kilowatt-Peak (kWp), verfügt aber auch über ein ausstehendes Kreditportfolio für kleinere Projekte in Höhe von etwa 110 Mio. €. UBK finanziert zudem Repowering-Projekte, die allerdings nur einen geringfügigen Teil des Geschäfts der Bank ausmachen.
- **Ökologisches Bauen:** Die Bank spezialisiert sich zudem auf die Finanzierung von Neubauten oder Renovierungen nachhaltiger Wohnimmobilien zur Vermietung, Eigentümshäusern und -wohnungen sowie Gewerbepunkten. Die Zinsen auf diese Kredite richten sich nach der ökologischen Qualität des Projekts, insbesondere der Energieeinsparung, die mit der Nutzung nachhaltiger Baumaterialien verbunden ist, der Erhöhung der Energieeffizienz des Gebäudes ebenso wie dem Einsatz von erneuerbaren Energiequellen, beispielsweise von auf dem Dach angebrachten Photovoltaikanlagen.

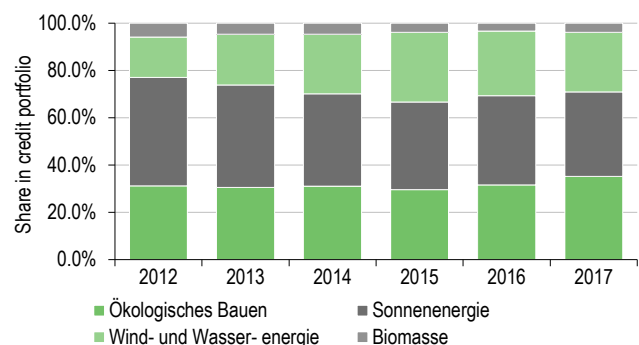
Ende 2017 belief sich UBKs Kreditportfolio (einschließlich offener Zusagen) auf 2,62 Mrd. €, aufgeteilt in ökologisches Bauen (35 %), Sonnenenergie (36 %), Wind- und Wasserenergie (25 %) sowie Biomasseprojekte (4 %, siehe Grafik 1). In den vergangenen fünf Jahren hat sich die Portfoliostruktur merklich geändert. Der Anteil an Sonnenenergieprojekten (die Ende 2012 45,9 % ausmachten) ging zurück, während Ökologisches Bauen (FJ12: 31,2 %) ebenso wie Wind- und Wasserkraftprojekte (FJ12: 17,0 %, siehe Grafik 2) jetzt einen größeren Teil darstellen. Ursache für diese Umschichtung war eine erhebliche Reduzierung der Photovoltaik-Einspeisetarife für Neuanlagen (ein Rückgang um etwa zwei Drittel zwischen 2011 und 2015) sowie die Einführung eines Ausschreibungssystems für neue Sonnenenergieprojekte (EEG 2014) und Windparks (EEG 2017). Von 2010 bis 2017 stiegen die ausstehenden Kredite (einschließlich Zusagen) für nachhaltige Bauprojekte mit einer kumulierten jährlichen Wachstumsrate von 11,4 %. Kredite für Erneuerbare-Energie-Projekte stiegen im selben Zeitraum mit einer kumulierten jährlichen Wachstumsrate von 8,3 %.

Grafik 1: Kreditportfolio Ende 2017



Quelle: UmweltBank

Grafik 2: Entwicklung der Kreditportfoliostruktur



Quelle: UmweltBank, Edison Investment Research

Zusätzlich zum Kreditgeschäft erwirbt UBK indirekte (durch die im Vollbesitz befindliche Tochtergesellschaft UPG UmweltProjekt Beteiligungen) und direkte Kapitalbeteiligungen an ausgewählten Erneuerbare-Energien- und nachhaltigen Bauprojekten. Ende 2016 besaß UBK mit 22,4 Mio. € bewertete Beteiligungen an verschiedenen Projekten, einschließlich Windparkkapazitäten von 45,8 MW, Sonnenkraftkapazitäten von 7,0 MWp, Wohnimmobilien von

16.477 qm und Gewerbeflächen von 1.722 qm. Die Projekte machen einen sehr viel höheren Investitionswert aus als die UBK-Beteiligungen, da sie in hohem Maß fremdfinanziert sind und UBK nur einen Teil des investierten Kapitals besitzt. Diese Beteiligungen machten Ende 2016 weniger als 1 % des Gesamtvermögens aus. UBK beabsichtigt jedoch, dieses Portfolio durch UPG erheblich zu erweitern.

Die Umweltgarantie

UBK betont die sogenannte Umweltgarantie. Dies ist ihr Versprechen, dass Kundeneinlagen ausschließlich für die Finanzierung nachhaltiger Projekte verwendet werden. Zu diesem Zweck hat UBK einen Umweltrat als ein unabhängiges Kontrollgremium eingesetzt. Dieser ist ähnlich wie ein Aufsichtsrat strukturiert, erstellt einen jährlichen Geschäftsbericht und legt ihn auf der Hauptversammlung vor. Der Umweltrat ist befugt, die Finanzierungseignung der einzelnen Projekte der Bank zu bewerten. UBK hat eine Reihe von Positiv- und Ausschlusskriterien festgelegt. Die positiven Kriterien umfassen die Generierung erneuerbarer Energien, dezentralisierte Energieerzeugung, kombinierte Wärme- und Stromgewinnung, Recycling sowie Schadstoffreduzierung und -eliminierung. Ausschlusskriterien decken insbesondere große Kraftwerke (Braunkohle- und Kohle- oder Atomkraftwerke), Fertigung und Vertrieb von Waffen und anderen Militärgütern, Nichteinhaltung von Umweltschutznormen, sozial untragbare Projekte (beispielsweise Kinderausbeutung), Gentechnik in der Landwirtschaft und unfaire Geschäftspraktiken (beispielsweise Korruption oder Menschenrechtsmissachtung).

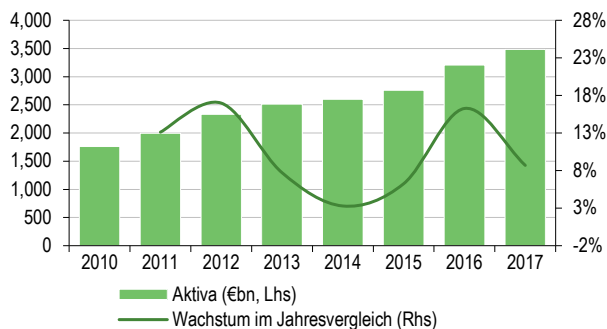
Langfristiges Wachstum, seit Kurzem jedoch Ertragsdruck

UBK konnte ihre Aktiva und das Kreditgeschäft für Kunden (einschließlich Kreditzusagen) von 2010-2017 mit einer kumulierten jährlichen Wachstumsrate von etwa 10 % steigern, im Vergleich zu einem durchschnittlichen Rückgang der Aktiva im deutschen Bankensektor insgesamt um etwa 1 % im selben Zeitraum (basierend auf Daten der Deutschen Bundesbank). Laut der Global Alliance for Banking on Values entspricht dies einem übergreifenderen globalen Trend, demzufolge Banken im nachhaltigen Bereich im Hinblick auf Kreditportfolios (kumulierte jährliche Wachstumsrate 2006-2015 von 14 % gegenüber 6 %) und Wachstum der Einlagenbasis (14 % gegenüber 8 %) besser abschnitten als Universalbanken. Diese Entwicklung wird durch die solide Dynamik „grüner“ Investitionen vor dem Hintergrund unterstützender staatlicher Regelungen und eines zunehmenden Umweltbewusstseins unter Bankkunden gefördert. UBKs wesentliche Wettbewerbsvorteile beinhalten ein tiefgreifendes Verständnis im Bereich ökologisches Bauen und erneuerbare Energien sowie ausgezeichnete Kontakte und langjährige Beziehungen zu Kunden (eine durchschnittliche Bankbeziehung dauert 8 Jahre, 37 % der Kunden sind bereits seit mindestens 10 Jahren bei UBK). Darüber hinaus kann UBK attraktive Kreditkonditionen anbieten, die auf Refinanzierungsmöglichkeiten basieren, welche von der KfW und anderen öffentlichen Entwicklungsbanken zu Vorzugsbedingungen angeboten werden. Hierbei handelt es sich um für ausgewählte Zwecke (einschließlich nachhaltige Projekte) gewährte Kredite, deren attraktive Zinssätze an den Endkreditnehmer weitergegeben werden.

Allerdings hält der Nettogewinn seit dem FJ16 nicht mehr vollständig mit dem Wachstum der Aktiva Schritt. Die Ursachen liegen im anhaltenden Niedrigzinsumfeld, das die Nettozinsmarge der Bank beeinträchtigt (die nach unseren Schätzungen von 2,06 % im FJ15 auf 1,61 % im FJ17 zurückging) und in einer Erhöhung des Personal- und anderen Verwaltungsaufwands, was zu einem von 22,0 % im FJ15 auf 29,4 % im FJ17 gestiegenen Aufwand-Ertrag-Verhältnis führte. UBK schneidet jedoch im Hinblick auf die Rentabilität und Kosteneffektivität noch immer besser als der Bankensektor insgesamt ab. Unsere Schätzungen beinhalten ein Ergebnis vor Steuern von etwa 20 % für 2017 (gegenüber dem Branchendurchschnitt von 6,0 % für 2016) und ein Aufwand-Ertrag-Verhältnis (<30 %) weit unter dem Branchendurchschnitt (73,3 % für 2016). Letzterem kommt die

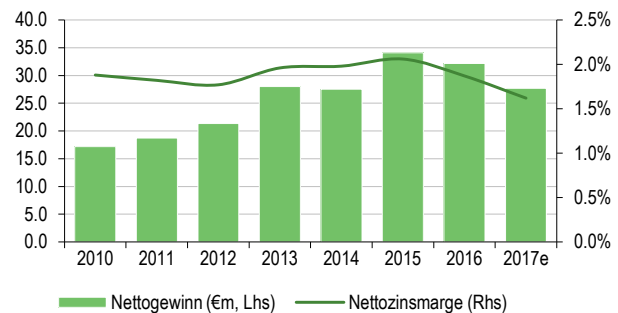
Abwesenheit eines umfassenden Filialnetzes (Direktbankmodell) sowie die flache, einfache Organisationsstruktur zugute.

Grafik 3: Entwicklung der Aktiva



Quelle: UmweltBank, Edison Investment Research

Grafik 4: Nettogewinn* und Nettozinsmarge



Quelle: UmweltBank, Edison Investment Research Hinweis: *vor Rücklagendotierung gemäß Paragraf 340g des Deutschen Handelsgesetzbuches.

Die 3P-Strategie: Produkte, Prozesse und Personal

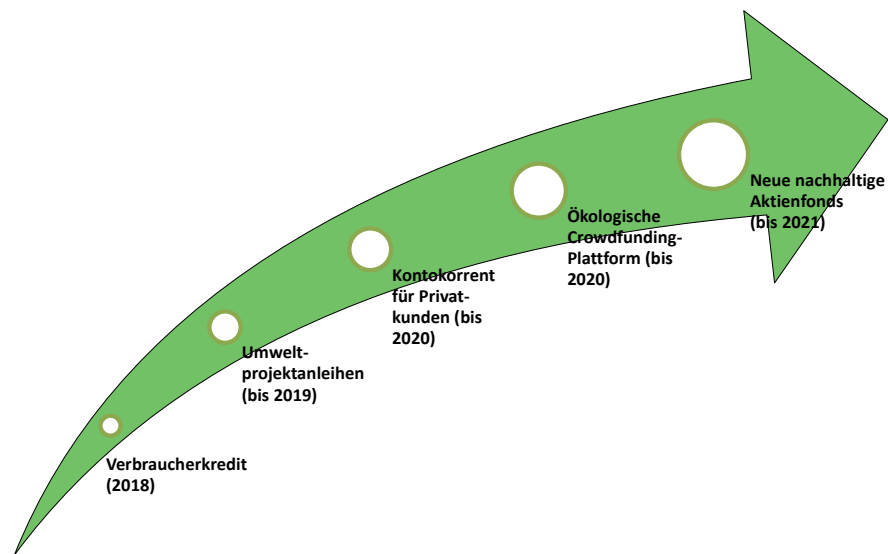
UBK hat mehrere Schlüsselbereiche für eine Verbesserungen identifiziert, wie zum Beispiel die Verbesserung der Nettozinsmarge, Digitalisierung, Stärkung der bestehenden Kundenbeziehungen und Akquise neuer Kunden (insbesondere in der Altersgruppe unter 45 Jahren). Diese Ziele beabsichtigt die Bank durch Umsetzung ihrer 3P-Strategie zu erreichen, die die nachfolgend aufgeführten strategischen Initiativen umfasst. Laut der UBK-Geschäftsleitung zeichnen sich diese Projekte durch niedrige Investitionsanforderungen aus (das Unternehmen stellt allerdings keine Prognosen in Bezug auf die Umsetzungskosten zur Verfügung).

- **Neue Produkte:** UBK plant, in den kommenden vier Jahren das Produktangebot zu erweitern. Dies beinhaltet die Einführung von Verbraucherkrediten für nachhaltige Zwecke („nachhaltige Verbraucherkredite“), Umweltprojektanleihen, einem Kontokorrentprodukt sowie einer ökologischen Crowdfunding-Plattform und neuer Investmentfonds für nachhaltige Projekte.
 - **Verbraucherkredit:** Das Produkt wird für die Finanzierung umweltfreundlicher Ausgaben von Privatkunden eingesetzt. Dies kann Hausrenovierungen beinhalten, die die Energieeffizienz verbessern sollen (Heizungssysteme, Photovoltaik-Dachanlagen, Isolierung, etc.), möglicherweise auch den Erwerb eines Elektroautos. Im Unterschied zu den von der Bank für nachhaltige Bauprojekte vergebenen Krediten sind die Kreditbeträge geringer, und es wird keine Sicherheit gefordert. Der Kreditnehmer muss allerdings die relevanten Unterlagen vorlegen, um nachzuweisen, dass der Kreditbetrag für nachhaltige Vorhaben genutzt wurde. Mit der Einführung dieses margenstärkeren Produkts soll die abgeschmolzene Nettozinsmarge der UBK aufgebessert und ihr Kundenstamm erweitert werden. Wichtig ist, dass die Einführung von Verbraucherkrediten für nachhaltige Zwecke (die noch vor Ende 2018 geplant ist) von der Umsetzung einer neuen, digitalen Kreditbearbeitungssoftware begleitet wird.
 - **Umweltprojektanleihen:** Bis Ende 2019 plant UBK die Durchführung einer Anleiheemission durch UPG, einer 100%igen Tochtergesellschaft, über die die Bank indirekt Kapitalbeteiligungen an Erneuerbare-Energien- und ökologischen Bauprojekten hält. Zweck der Emission ist es, zusätzliche externe Mittel für UPG zu beschaffen und damit die Eigenkapitalrendite von UBK zu erhöhen, die diese in ihre Tochtergesellschaft investiert.
 - **UmweltBank-Girokonto:** UBK beabsichtigt, für ihre Privatkunden zur Haupt- oder Erstkonto zu werden. Um das zu erreichen, muss jedoch auch ein Girokonto mit ins

Angebot aufgenommen werden. Dieses Produkt wird durch ein Online-Bankingportal zugänglich sein und soll planmäßig vor Ende 2020 eingeführt werden.

- **Andere Produkte:** UBK plant zudem die Einführung einer ökologischen Crowdfunding-Plattform (bis Ende 2020) sowie eigener nachhaltiger Aktienfonds (bis Ende 2021, obwohl das Fondsangebot von UBK schon dieses Jahr etwas erweitert werden soll).
- **Prozessdigitalisierung:** Eine Reihe digitaler Projekte befinden sich in Vorbereitung, darunter Online-Kontoeröffnung, Videoidentifikation sowie ein digitales Kundenportal. Insbesondere plant UBK umfassende Investitionen in Digitalisierung und Automatisierung, um die Einführung neuer Verbraucherkreditprodukte zu erleichtern.
- **Ausbau des Mitarbeiterstamms:** UBK erweitert ihr Team von Kreditexperten, IT-Fachkräften und Sicherheitsspezialisten. Dies spiegelt sich zum Teil bereits in der Kostenbasis der Bank für das FJ16 und FJ17 wieder.

Grafik 5: Zeitplan der Umweltbank für die Einführung neuer Produkte



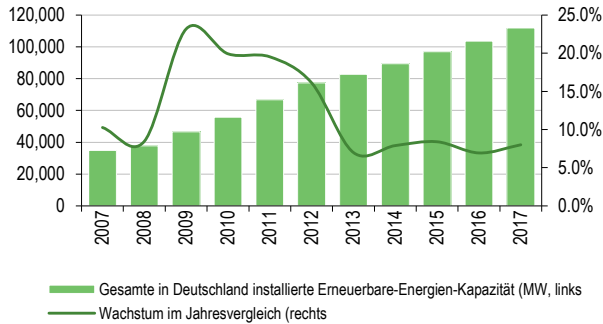
Quelle: UmweltBank

Marktausblick: „Grüne“ Finanzierungen im Kommen

Regulierung unterstützt die Umstellung auf erneuerbare Energien

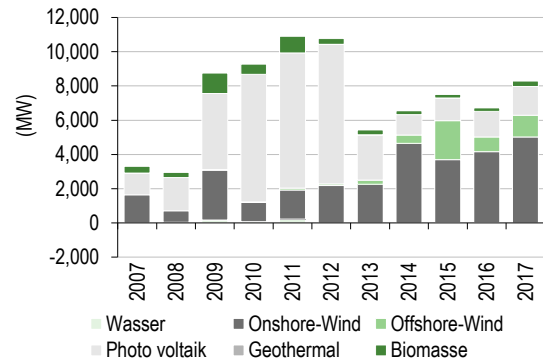
Der Übergang zu kohlenstoffarmer, nachhaltiger Energieerzeugung in Deutschland (die sogenannte Energiewende) gewann 2000 mit Verabschiedung des Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG) an Geschwindigkeit. Mit diesem Gesetz wurden mehrere Fördermaßnahmen für die Entwicklung von Sonnen-, Wind- und anderen Erneuerbare-Energien-Anlagen eingeführt. Diese Maßnahmen beinhalteten zunächst die sogenannten Einspeisetarife, die den Verkauf von Energie zu festen Preisen (die den höheren, jeweils für die Art der erneuerbaren Energiequelle spezifischen Erzeugungskosten entsprachen) im Rahmen langfristiger Verträge gestatteten, ebenso wie Priorität bei der Übertragung und garantierten Netzzugang. Die neuen Vorschriften regten die Investitionen in erneuerbare Energiequellen an. Im letzten Jahrzehnt vergrößerten sich die installierten Kapazitäten mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 12,4 %, von 34,8 GW 2007 auf 111,9 GW Ende 2017 (siehe Grafik 6). Diese Entwicklung beruhte größtenteils auf Sonnenkraftwerken und Windparks, wobei in diesem Zeitraum 40 GW beziehungsweise 32 GW neuer Kapazitäten entstanden.

Grafik 6: Erneuerbare-Energien-Kapazität in Deutschland



Quelle: Umweltbundesamt, AGEE-Stat

Grafik 7: Nettokapazitätswachstum für erneuerbare Energien nach Art



Quelle: Umweltbundesamt, AGEE-Stat

Infolgedessen ist der Beitrag von Energie aus erneuerbaren Quellen zum Bruttostromverbrauch in Deutschland erheblich gestiegen, von 6,3 % für 2000 auf 14,3 % für 2007 und 36,2 % für 2017 (von AGEE-Stat veröffentlichte vorläufige Zahl).

Zwischenzeitlich haben fallende Preise für Photovoltaikmodule und eine erhebliche Steigerung der Photovoltaikkapazität die deutsche Regulierungsbehörde veranlasst, eine höhere Degression auf Photovoltaik-Einspeisetarife anzuwenden. Das führte zwischen 2011 und 2015 zu einem um etwa zwei Drittel rückläufigen Einspeisetarif (und einem Rückgang der neu installierten Photovoltaikkapazität, wie in Grafik 7 dargestellt). Um die Geschwindigkeit der Anlagenneubauten besser zu steuern, den Wettbewerb anzuregen und die Kosteneffektivität zu steigern, wurden 2014 und 2017 wichtige Änderungen des EEG verabschiedet. Laut dem neuen Förderregime wurde das Preismodell für Sonnen- und Windenergieprojekte mit einer Kapazität von mehr als 750 kW sowie für Biomasseprojekte mit mehr als 150 kW von Einspeisetarifen zu verbindlichen Einspeiseprämien geändert, die zusätzlich zum Großhandelsstrompreis gewährt werden. Somit wurden die Preise für erneuerbare Energien variabel und ändern sich entsprechend den Marktpreisen für Energien aus herkömmlichen Quellen. Wichtig ist, dass die Höhe der Einspeiseprämien sich nach den Ergebnissen der regelmäßig von der Bundesnetzagentur durchgeführten Ausschreibungen richten, bei denen die Entwickler von Erneuerbare-Energie-Projekten auf eine begrenzte Menge neuer Kapazität bieten. Für Sonnen- und Windenergieprojekte mit einer Kapazität von bis zu 750 kW und Biomasseprojekte von nicht mehr als 150 kW sind Entwickler jedoch nach wie vor zum Erhalt eines festen Einspeisetarifs berechtigt. Laut dem EEG 2017 werden sich die jährlich für Photovoltaik ausgeschriebenen Kapazitätswolumen im Zeitraum von 2017-2025 auf 600 MW belaufen, mit beabsichtigten weiteren 1.900 MW für kleine und mittelgroße Dachanlagen mit weniger als 750 kW (siehe Grafik 8). Für Onshore-Windenergie wurde die Grenze bis 2019 auf 2.800 MW und für den Zeitraum 2020-2025 auf 2.900 MW gesetzt. Dies liegt unter den im Zeitraum 2014-2017 beobachteten Nettokapazitätserhöhungen von etwa 4.000-5.000 MW jährlich.

Grafik 8: Jährlicher Zubau innerhalb des Ausbaurkorridors nach Art der erneuerbaren Energiequelle

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Photovoltaik, davon:	2.500	2.500	2.500	2.500	2.500	2.500	2.500	2.500	2.500
Über Ausschreibungssystem zugeteilt	600	600	600	600	600	600	600	600	600
Onshore-Windenergie	2.800	2.800	2.800	2.900	2.900	2.900	2.900	2.900	2.900
Biomasse	150	150	150	200	200	200	k. A.	k. A.	k. A.

Quelle: EEG 2017

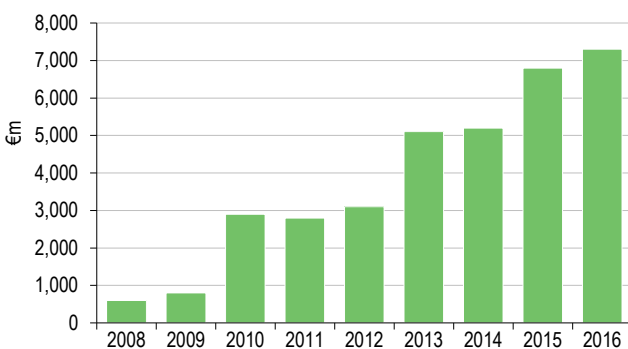
Die Regulierungsbehörde hat zudem bestimmte Ziele für den Beitrag erneuerbarer Energiequellen zum Bruttostromverbrauch eingeführt. Diese bestehen in Form eines Ausbaurkorridors, der für 2025 auf 40-45 % und bis 2035 auf 55-60 % festgesetzt wurde. Das endgültige Ziel ist ein Anteil von

mehr als 80 % bis 2050. Dies demonstriert die anhaltende Unterstützung für grüne Energie in Deutschland.

Trend zu ökologischen Gebäuden trotz kurzfristiger Kapazitätsengpässe im Baugewerbe ungebrochen

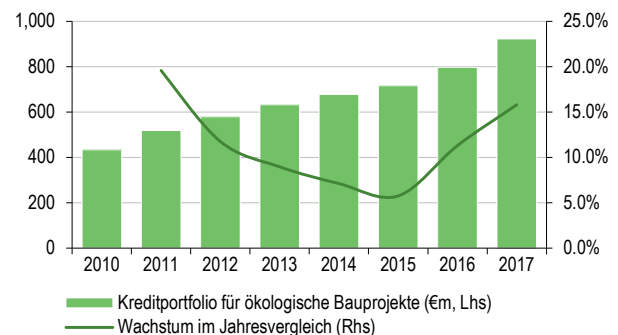
Ökologische Gebäude sind über den gesamten Gebäudelebenszyklus hinweg durch umweltfreundlichen und ressourceneffizienten Prozessen gekennzeichnet. Die deutsche Regierung beabsichtigt, bis 2050 einen fast klimaneutralen Gebäudebestand zu erreichen. Das bedeutet, die Gebäude verbrauchen nur sehr wenig Energie (beispielsweise durch die Nutzung energieeffizienter Baumaterialien), die zudem aus erneuerbaren Quellen gewonnen wird. Im Zuge des Nachhaltigkeitstrends ändert sich die deutsche Immobilienbranche. Ersichtlich ist dies aus dem erheblichen Zuwachs an Investitionen in „grüne“ Gebäude in den vergangenen Jahren (kumulierte jährliche Wachstumsrate von 17 % 2010-2016) – siehe Grafik 9. Im selben Zeitraum wuchs UBKs Kreditportfolio für ökologische Bauprojekte mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 10,7 % (siehe Grafik 10), und dann im FJ17 um weitere 15,8 % im Jahresvergleich. Dies entspricht dem starken Nachfragewachstum für die Subventionsprogramme der KfW für energieeffiziente Bau- und Renovierungsvorhaben sowie altersgerechte Umbauten, die letztes Jahr verzeichnet wurden. Die UBK bedient auch Sozialwohnprojekte und somit könnte ihr die Kombination aus anhaltendem Fokus auf energieeffiziente Gebäude und das aktuelle Defizit preisgünstiger Wohnflächen zugutekommen. Eine Studie des Pestel Instituts schätzt das Defizit auf etwa 400.000 Einheiten.

Grafik 9: Investitionen in nachhaltige Gebäude in Deutschland



Quelle: UmweltBank

Grafik 10: UBKs Kreditportfolio für ökologische Bauvorhaben



Quelle: UmweltBank, Edison Investment Research

Der gesamte Wohnimmobilienmarkt in Deutschland ist von starker Nachfrage geprägt, ganz besonders in Ballungsgebieten. Dieser Nachfrageüberhang wird verstärkt durch die Immigration aus europäischen und anderen Ländern, eine gute Verfügbarkeit von Hypotheken und einer aufgrund der rekordniedrigen Zinsen bestehenden Investmentnachfrage ebenso wie durch das solide makroökonomische Umfeld. Das Angebotswachstum ist jedoch aufgrund anhaltender Engpässe beschränkt. Diese sind auf mangelnde Arbeitskräfte und allgemeine Kapazitäten von Bauunternehmern zurückzuführen, ebenso wie die insgesamt längeren Projektbearbeitungszeiten in der Planungsphase. Verdeutlicht wurde dies 2017 durch den Rückgang von Baugenehmigungen für neue Wohngebäude um 5,3 % im Jahresvergleich. Dieses Ungleichgewicht zwischen Nachfrage und Angebot führt zu einem Aufwärtsdruck bei den Investitionskosten in der deutschen Baubranche, einschließlich einer merklichen Erhöhung der Grundstückspreise. Bisher hat die UBK-Geschäftsleitung jedoch noch keine bedeutende Auswirkung des knappen Angebots auf die Nachfrage nach ihren Krediten für ökologische Bauprojekte bemerkt.

Das zuvor erwähnte staatliche Programm geht zudem von erhöhten Renovierungsaktivitäten aus. Dies könnte sich günstig im Hinblick auf die „grünen“ Verbraucherkredite auswirken, die UBK noch

vor Ende 2018 einführen wird. Diese werden unter anderem für Renovierungen erhältlich sein, die der verbesserten Energieeffizienz in Gebäuden dienen, einschließlich dem Austausch von Isolierungen, Fenstern und/oder Heizsystemen. Die deutsche Regierung zielt auf eine energieorientierte Renovierungsrate von 2 % aller Wohnimmobilien pro Jahr ab (die aktuelle Rate liegt bei ca. 1 %).

Elektromobilität stützt Nachfrage nach Photovoltaik-Dachanlagen

Der Erfolg von UBKs „grünen“ Verbraucherkrediten wird auch von der Nachfrage nach Photovoltaik-Anlagen für die Dächer von Wohngebäuden mitbestimmt werden. Unserer Meinung nach dürfte diese durch den Trend hin zur Elektromobilität gestärkt werden. Deutschland ist eines der Länder in denen die Elektromobilität bereits früh übernommen wird. Die Regierung hat sich das Ziel gesetzt, bis 2020 eine Million Elektroautos auf deutsche Straßen zu bringen. In 2017 erreichten die Zulassungen für neue Elektroautos und Hybridautos mit Plug-In-Technik 25.000 beziehungsweise 29.000 Fahrzeuge und hatten sich damit gegenüber 2016 verdoppelt (beruhend auf Daten des deutschen Kraftfahrt-Bundesamts). Laut Prognosen von LMC Automotive sollen 2019 allein in Deutschland 71.000 Elektroautos verkauft werden. Eine neue GfK-Studie zeigt, dass 40 % der befragten deutschen Bürger den Kauf eines Elektroautos erwägen würden. Hybridautos mit Plug-In-Technik und Elektroautos stellen jedoch noch immer einen kleinen Bruchteil aller registrierten Personalfahrzeuge dar (46,5 Millionen). Die Gesamtbestände betragen 2017 jeweils 54.000 beziehungsweise 237.000 Einheiten.

Im Zusammenhang mit der Reduzierung von Kohlenstoffemissionen ist Elektromobilität nur sinnvoll, wenn Elektroautos mit aus erneuerbaren Energiequellen gewonnenem Strom gespeist werden. Somit ist ein Elektroauto in Kombination mit einer Photovoltaik-Dachanlage eine attraktive Lösung. Eine vor Kurzem von EuPD Research unter 500 deutschen Ein- und Zweifamilienhausbesitzern durchgeführte Umfrage zeigte, dass 21 % der Befragten 2018 oder 2019 den Kauf eines Elektroautos erwägen. Wichtiger noch ist, dass 85 % der Befragten auch den Kauf eines Photovoltaiksystems planen. Dies scheint UBKs geplante Einführung von nachhaltigen Verbraucherkrediten zu unterstützen, die zur Kauffinanzierung von Elektroautos oder Photovoltaik-Dachanlagen genutzt werden können.

Geschäftsleitung

Der Vorstand von UBK besteht aus drei gleichberechtigten Vorstandsmitgliedern, von denen eines zum Sprecher gewählt wird (die alle unabhängig sind):

Stefan Weber (Vorstandssprecher) ist bereits seit Gründung der Bank 1997 für UBK tätig und arbeitete anfänglich an der Einführung eines EDV-Systems. Im Juli 1997 wurde er zum Abteilungsleiter für die Abteilung Betrieb / Finanzen und IT ernannt. Stefan Weber wurde im Januar 2015 in den Vorstand berufen und trägt die Verantwortung für die Bereiche Baufinanzierung, Beteiligungen, Finanzen und IT. Im Mai 2015 übernahm er zudem die Risikokontroll- und Kreditrisikofunktionen.

Goran Bašić begann seine Karriere bei UBK 1999 in der Projektfinanzierungsabteilung, für die er ab 2008 als stellvertretender Leiter und ab 2011 als Abteilungsleiter fungierte. Im Juli 2014 wurde er in den Vorstand berufen und war zunächst für die Marktfolge der Bau-, Sonnenenergie- und Projektfinanzierungsabteilungen zuständig. Jetzt obliegen ihm die Bereiche Verwaltung, Personal und Projektfinanzierung. Vor seiner Tätigkeit für UBK verbrachte Goran Bašić zwei Jahre in Sarajewo, wo er für ein Consultingunternehmen mit Hauptgeschäftssitz in Frankfurt tätig war. Unter anderem baute er eine auf Darlehen an kleine und mittelständische Unternehmen spezialisierte Bank auf.

Jürgen Koppmann trat UBK im Juli 1996 noch in der Gründungsphase als Kreditsachbearbeiter bei. Später wurde er zum Leiter der Projektfinanzierungsabteilung und konzentrierte sich in dieser Rolle auf erneuerbare Energien, Wärme-Contracting und ökologischen Landbau. Von Januar 2002 bis Ende 2014 war er als Vorstandsmitglied für die Kreditabteilungen zuständig. Jürgen Koppmann verließ UBK von 2015 bis 2016, um ein Büro für die Entwicklung von Sozialwohnprojekten zu gründen und zu leiten. Er kehrte im Februar 2017 zur Bank zurück und übernahm die Leitung der Marketing- und Kommunikationsabteilung. Im Dezember 2017 wurde er erneut in den Vorstand berufen und übernahm die Verantwortung für die Bereiche Sparen und Geldanlagen, Wertpapiere und Vorsorge sowie Investor Relations, Public Relations und Marketing. Zudem ist er für den Marktbereich im Kreditgeschäft verantwortlich.

Eine wichtige Änderung in der Geschäftsleitung brachte das Jahr 2015 mit sich. Horst P. Popp, der Gründer und Vorstandsvorsitzende der UBK, trat aus persönlichen Gründen aus seiner Stellung zurück. Herr Popp (und seine Familie) behielten ihren Anteil an UBK zunächst durch die UmweltVermögen Beteiligungs AG. Am 25. April gab die Familie jedoch den Verkauf ihres Anteils an die GLS Gemeinschaftsbank eG bekannt (eine Mitbewerberin von UBK). Der Geschäftsabschluss wird am 2. Juli 2018 rechtskräftig.

Sensitivitäten

Wir haben eine Reihe von Sensitivitäten identifiziert, die UBKs Geschäftstätigkeit beeinflussen. Diese umfassen:

- **Vorschriften für „grüne“ Investments:** UBKs Kreditportfoliowachstum ist vom Status erneuerbarer Energiequellen und vom Markt für nachhaltige Bauprojekte abhängig, insbesondere den Vorschriften und Subventionsprogrammen, die für diese Sektoren gelten. Die Vorschriften, die die Märkte für Sonnen-, Wind- und Biomasseenergie regeln, werden allmählich geändert, um den Wettbewerb und die Kosteneffizienz zu fördern. Insbesondere das vor kurzem eingeführte Ausschreibungssystem, das auf Einspeiseprämien basiert (anstatt auf festen Einspeisetarifen) in Kombination mit den Begrenzungen der ausgeschriebenen Kapazitäten könnten eventuell zu aggressiveren Angeboten von Entwicklern und infolgedessen zu Druck auf die Prämien führen. Das würde den potenziellen Cashflow der Projekte verringern. Angesichts des hohen Fremdkapitalanteils bei gewerblichen Projekten (oft etwa 75 % des gesamten Investitionswerts) könnten die Verzugsquoten in der Branche steigen, womit sich auch UBKs NPL-Quote erhöhen würde. Aus Sichtweise der UBK ist jedoch wichtig, festzuhalten, dass die Kreditzusage nach Zuteilung der Prämie an den Entwickler im Rahmen der Ausschreibung erteilt wird. Damit sind eine bessere Nachvollziehbarkeit des Cashflows und ein geringes Kreditrisiko gegeben. Nichtsdestoweniger werden Banken aufgrund des neuen Systems vor der Entscheidung über eine Kreditvergabe kompliziertere Projektbewertungen vornehmen müssen, was angesichts UBKs Spezialisierung auf die Finanzierung von Erneuerbare-Energie-Projekten tatsächlich ihren Wettbewerbsvorteil stärken könnte. Insbesondere im Windenergiesegment könnte eine Kombination aus Höchstgrenzen für Neukapazitäten (unterhalb der Nettoerhöhungen der letzten Jahre) und schwierigeren Projektbewertungen einige der anderen Banken von der Windprojektfinanzierung abhalten. Derartige Projekte könnten (für große Banken) zu klein oder unter Bewertungsgesichtspunkten (für kleinere Marktteilnehmer) zu anspruchsvoll sein. Dies wird in unseren Schätzungen nicht berücksichtigt (und stellt somit ein zusätzliches Wachstumspotenzial dar), da wir von lediglich moderatem Wachstum des UBK Kreditportfolios für Windprojekte im Prognosezeitraum ausgehen.
- **Änderungen der Marktzinssätze:** UBKs Gewinne, wie die jeder anderen Bank, sind unter anderem von den Marktzinssätzen in der Eurozone abhängig, die seit Langem einen Rekordtiefstand verzeichnen. Infolgedessen ging UBKs Nettozinsmarge nach 2015 zurück.

Falls die EZB ihre aktuelle Politik fortsetzt, könnte das UBKs Rentabilität weiter beeinträchtigen. Eine Normalisierung der Zinssätze käme hingegen den Ergebnissen der Bank zugute. In Erwartung bevorstehender Zinserhöhungen hat UBK bereits die durchschnittliche Zinsbindung für ihre Vermögenswerte herabgesetzt, um die Vorteile aus einer potenziellen Erholung der Marktsätze zu maximieren. Allerdings ist anzumerken, dass höhere Zinssätze auch zu geringerer Verfügbarkeit von Krediten und höheren Verzugsquoten bei Kreditnehmern führen können. Dies ist angesichts des starken Interesses der Investment Community an Erneuerbare-Energie-Projekten in den vergangenen Jahren von besonderer Wichtigkeit. Da der Zinssatz für die meisten Kundenkredite für 10 Jahre fixiert ist, könnte sich eine steile, kurzfristige Erhöhung der Marktzinssätze darüber hinaus negativ auf UBKs Nettozinssumme auswirken. Nachfolgend haben wir eine Sensitivitätsanalyse abgebildet, die unsere Prognosen für das FJ18 unter Annahme verschiedener Nettozinssummen zeigt.

Grafik 11: FJ18 – Sensitivitätsprognosen zu angenommenen Nettozinssummen

Nettozinssumme	Nettozinsertrag (€ Mio.)	Kapitalrendite (%)
1,18 %	39,6	8,3 %
1,28 %	43,1	9,4 %
1,38 %	46,7	10,4 %
1,48 %	50,3	11,5 %
1,58 %	53,8	12,5 %
1,68 %	57,4	13,5 %
1,78 %	60,9	14,6 %

Quelle: Edison Investment Research

- Finanzierungsrisiko:** UBK verfügt über eine solide Kapitalbasis mit einer CET1 und Tier 1 Quote, die weit über den aufsichtsrechtlichen Anforderungen liegen. Die Bank muss jedoch ihre Gesamtkapitalquote erhöhen, um in den kommenden Jahren das Kreditportfolio erweitern zu können. Jegliches Gewinnpotenzial, das unsere Vermögens- und Ertragsprognose ebenso wie die Bewertung übersteigt, hängt vom Erfolg der für dieses Jahr geplanten Begebung einer Nachrangdarlehen ab (wir sind von 40 Mio. € an neuem Kapital ausgegangen, von denen 18,8 Mio. € zur Rückzahlung eines Teils der Genussrechte aufgewandt werden sollen). Insbesondere war die UBK aufgrund von Kapitalbeschränkungen vor kurzem gezwungen, Kreditanfragen von Entwicklern größerer Erneuerbare-Energien-Projekte abzulehnen. In diesem Zusammenhang ist von Bedeutung, dass in den jüngsten Ausschreibungen die Erfolgsquoten für größere Projekte (12-18 MW) höher waren. Darüber hinaus basiert UBKs Wettbewerbsvorteil zum Teil auf der Fähigkeit, Kunden attraktive Kreditkonditionen anzubieten. Dies ist unter anderem aufgrund des zu Vorzugsbedingungen gewährten Zugangs zu Finanzmitteln der KfW und anderen öffentlichen Entwicklungsbanken möglich. Verringerung (oder Erweiterung) der verfügbaren Finanzmittel könnte UBKs Kreditportfoliowachstum behindern (oder fördern). Zudem soll hervorgehoben werden, dass UBKs Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten Ende 2016 eine TLTRO-II-Fazilität von 200 Mio. € beinhalteten, die 2016 von der Europäischen Zentralbank gewährt wurde und nach vier Jahren fällig wird.
- Erfolg neuer Produkte:** Wir haben bisher nur die Einführung von UBKs nachhaltigen Verbraucherkrediten bis Ende 2018 abgebildet. Somit impliziert unsere Bewertung noch ein gewisses Wachstumspotenzial aus der Einführung weiterer Produkte. Unsere aktuellen Prognosen beinhalten kein Ertragswachstum aus mehreren Produkten, deren Einführung UBK in den kommenden vier Jahren plant, beispielsweise Umweltprojektdarlehen, Kontokorrentkonten, die ökologische Crowdfunding-Plattform und neue Investmentfonds für nachhaltige Projekte. Auch die Erweiterung von UPGs Portfolio an Kapitalbeteiligungen (22,4 Mio. € zum Ende 2016) könnte sich als umfangreicher und profitabler erweisen, als wir aktuell erwarten.
- Digitalisierung und Mitarbeitergewinnung:** Die Geschwindigkeit, mit der UBK digitale Technologie übernimmt und ihr Team erweitert, wird den Erfolg der Einführung neuer Produkte

bestimmen. Zudem wird das Verhältnis zwischen den Umsetzungskosten insgesamt und dem wachsenden Einkommen sich wesentlich auf UBKs Aufwand-Ertrag-Verhältnis auswirken.

- **Reputationsrisiko:** UBK positioniert sich als eine wahrhaft grüne, transparente und ethische Bank. Falls ihre Kriterien für die Krediteignung nicht eingehalten oder Kunden keine angemessenen Informationen über die ihnen angebotenen Anlage- und Versicherungsprodukte zur Verfügung gestellt werden, kann sich dies erheblich nachteilig auf UBKs Ruf auswirken. Die verfügbaren Kundeneinlagen könnten infolgedessen zurückgehen.
- **Laufender Rechtsstreit über einen Lizenzvertrag:** Im Oktober 2017 gab UBK ihren laufenden Rechtsstreit mit der DUT UmweltTreuhand bekannt. Dieser betrifft Lizenzzahlungen, die laut UBK von der Bank im Rahmen eines 1995 unterzeichneten und nicht rechtskräftigen Vertrags geleistet wurden. Ein positives Resultat des Rechtsstreits könnte zu einem zusätzlichen einmaligen Barerlös von etwa 4,0 Mio. € (oder 0,14 € je Aktie) führen. Die Wahrscheinlichkeit oder der Zeitpunkt dieses potenziellen Gewinns sind jedoch nicht abzusehen.

Bewertung

Wir haben UBK anhand des implizierten Preises im Verhältnis zum materiellen Buchwert (Price to Tangible Book Value) bewertet. Als Grundlage diente unsere Bewertung der nachhaltigen Eigenkapitalrendite der Bank und der aus dem CAPM abgeleiteten Eigenkapitalkosten. Dies ist eine gebräuchliche Bewertungsmethode für Banken, die uns ermöglicht, UBKs spezifische Rentabilität ebenso wie ihr Risikoprofil abzubilden. Um den Buchwert von UBKs materiellem Eigenkapital zu ermitteln, haben wir den bilanziellen Wert der immateriellen Posten vom von uns prognostizierten Eigenkapital der Anteilseigner abgezogen. Daraufhin haben wir die Rendite auf das materielle Eigenkapital anhand des Nettogewinns nach Steuern, aber vor Rücklagendotierung gemäß Paragraf 340g des Deutschen Handelsgesetzbuches (Rücklagen für allgemeine Bankrisiken) berechnet. Diese Dotierungen unterliegen der Ertragsteuer, und die entsprechenden Rücklagen gehören zum harten Kernkapital der UBK. Zudem muss die Bank Rücklagen nur in einem Umfang bilden, der 10 % des während des Jahres aus ihrem Handelsbuch generierten Ertrags entspricht. Im Fall der UBK ist das in der Regel nahezu Null. Somit dürften diese Dotierungen unserer Ansicht nach den Nettogewinn für Bewertungszwecke nicht reduzieren. Gleichzeitig haben wir den bilanziell ausgewiesenen Wert dieser Rücklagen zum materiellen Eigenkapital hinzugerechnet.

Unsere Prognose für UBKs materiellen Buchwert je Aktie beläuft sich auf 8,1 € zum Ende 2018, verglichen mit geschätzten 7,6 € zum Ende 2017. Dies stellt einen Zuwachs von circa 6 % im Jahresvergleich basierend auf dem Nettogewinn vor Rücklagendotierung von 25,3 Mio. € (ein Rückgang um 8 % von 27,7 Mio. € im FJ17 dar), eine Ertragsthesaurierung von 46 % des Nettogewinns nach Rücklagendotierung und die Annahme, dass etwa 25 % von UBKs Dividende in Aktien anstatt in bar ausgeschüttet wird (entsprechend dem Vorjahr). Wir schätzen UBKs nachhaltige Rendite auf das materielle Eigenkapital (nach Steuern aber vor Rücklagendotierung) auf 11,9 % ein. Diese Renditequote wurde anhand des Eigenkapitalanteils in UBKs Bilanz adjustiert, der das zur Einhaltung von UBKs aufsichtsrechtlichen Anforderungen und zur Sicherung künftigen Geschäftswachstums notwendige Niveau überschreitet (wir sind davon ausgegangen, dass eine harte Kernkapitalquote von 9,0 % ausreicht und haben das gesamte verbleibende Eigenkapital als überschüssiges Kapital behandelt). Wir haben Eigenkapitalkosten von 8,8 % und eine langfristige Wachstumsrate von 2,0 % berücksichtigt. Basierend auf diesen Annahmen haben wir einen beizulegenden Zeitwert von 11,1 € je UBK-Aktie ermittelt (siehe Grafik 12). Ohne die zuvor erwähnten Anpassungen an das materielle Eigenkapital und den Nettogewinn in Bezug auf Rücklagen für allgemeine Bankrisiken ergäbe sich ein beizulegender Zeitwert je UBK-Aktie von 10,6 €, verglichen mit dem aktuellen Aktienpreis von 9,76 €.

Grafik 12: Bewertungsübersicht

000 €	2012	2013	2014	2015	2016	2017s	2018s	2019s	2020s	2021s	2022s
Eigenkapital der Anteilseigner	97.337	119.241	140.138	167.025	191.426	211.768	229.693	246.728	263.743	281.469	300.675
Immaterielle Posten	124	121	221	251	323	323	323	323	323	323	323
Materielles Eigenkapital	97.213	119.120	139.917	166.774	191.103	211.445	229.370	246.405	263.420	281.146	300.352
Nettogewinn vor Rücklagendotierung	21.344	27.996	27.542	34.087	32.155	27.662	25.315	24.333	24.897	26.222	28.350
Rendite auf das materielle Eigenkapital (%)		25,9 %	21,3 %	22,2 %	18,0 %	13,7 %	11,5 %	10,2 %	9,8 %	9,6 %	9,8 %
Ausstehende Aktien zum Ende der Periode	27.691	27.691	27.691	27.691	27.691	27.882	28.406	28.972	29.584	30.244	30.954
Materielles Eigenkapital je Aktie	3,5	4,3	5,1	6,0	6,9	7,6	8,1	8,5	8,9	9,3	9,7
Materielles Eigenkapital je Aktie	8,1										
Rendite auf das materielle Eigenkapital	11,5 %										
Nachhaltige Rendite auf das materielle Eigenkapital	11,9 %										
Wachstumsrate	2,0 %										
Eigenkapitalkosten	8,8 %										
Beizulegender Zeitwert – Multiplikator	1,5x										
Beizulegender Zeitwert je Aktie zum Ende 2018 (€)	11,7										
Abzinsungsfaktor	0,94										
Beizulegender Zeitwert	11,1										
Potenzieller Gewinn/Verlust	13,4 %										

Quelle: Edison Investment Research

Nachfolgend zeigen wir außerdem die Sensitivitätsanalyse für die UBK-Bewertung, basierend auf den Eigenkapitalkosten und der nachhaltigen Rendite auf das materielle Eigenkapital.

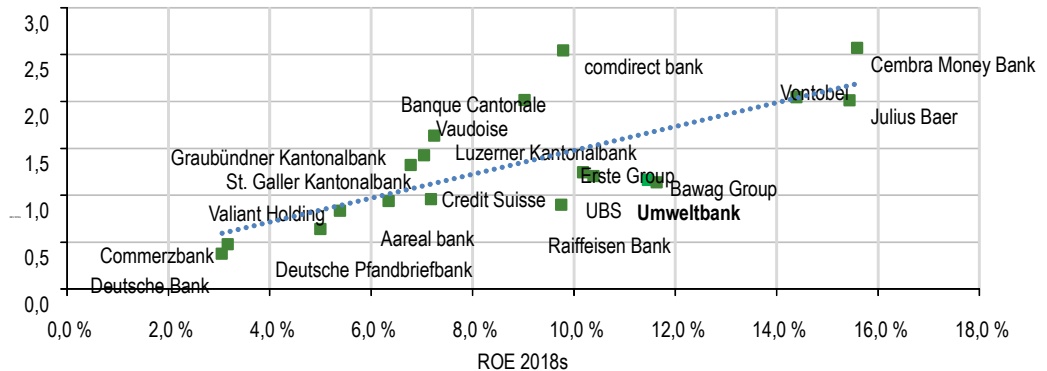
Grafik 13: Tabelle der Bewertungssensitivität

		Nachhaltige Eigenkapitalrendite						
		10,4 %	10,9 %	11,4 %	11,9 %	12,4 %	12,9 %	13,4 %
Eigenkapitalkosten	7,3 %	12,0	12,8	13,5	14,2	14,9	15,6	16,3
	7,8 %	11,0	11,7	12,3	13,0	13,6	14,3	14,9
	8,3 %	10,1	10,7	11,3	11,9	12,5	13,1	13,7
	8,8 %	9,4	9,9	10,5	11,1	11,6	12,2	12,7
	9,3 %	8,8	9,3	9,8	10,3	10,8	11,3	11,9
	9,8 %	8,2	8,7	9,2	9,6	10,1	10,6	11,1
	10,3 %	7,7	8,2	8,6	9,1	9,5	10,0	10,4

Quelle: Edison Investment Research

Da es kaum vergleichbare börsennotierte, auf Nachhaltigkeit spezialisierte Banken gibt, die UBKs Peergroup darstellen könnten, haben wir stattdessen eine Reihe großer und kleinerer Banken in der DACH-Region (Deutschland, Österreich und die Schweiz) betrachtet. Wie in Grafik 14 dargestellt, zeichnet sich UBK durch ein relativ attraktives Verhältnis von Eigenkapitalrendite (geschätzte 11,5 % für 2018) zum Buchwertmultiplikator (geschätztes KBV von 1,2x für 2018) aus. Unserer Meinung nach unterstützt dies unsere auf Kurs-Buchwert-Verhältnis und Eigenkapitalrendite beruhende Bewertung.

Grafik 14: Geschätztes KBV und ROE der Umweltbank gegenüber Vergleichsunternehmen



Quelle: Bloomberg, Edison Investment Research. Hinweis: Die Umweltbank-Kennzahlen basieren auf dem Nettogewinn vor Rücklagendotierung und dem Buchwert einschließlich dem bilanziellen Wert der Rücklagen für allgemeine Bankrisiken

Finanzzahlen

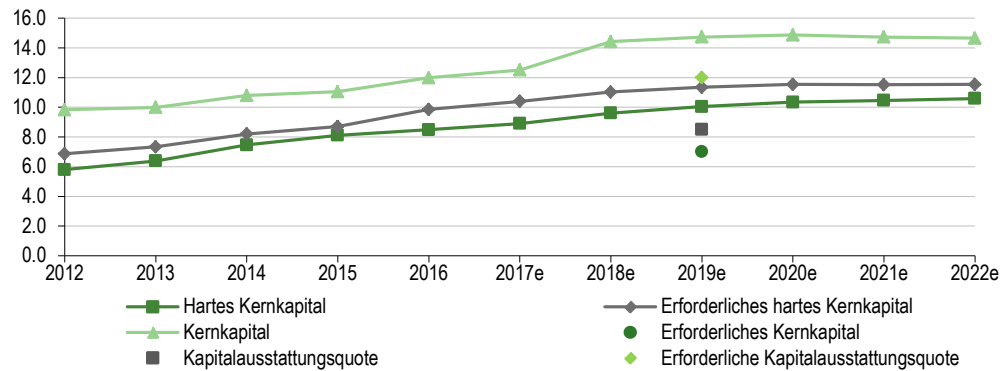
Bilanz: Angestrebte Gesamtkapitalquote von mindestens 13,0 %

UBK verfügt über ein relativ solides hartes Kernkapital und Kernkapital. Die zuletzt (Ende 2017) von der Bank gemeldete harte Kernkapitalquote betrug 8,9 %, was weit über den ab 2019 aufsichtsrechtlich erforderlichen 7,0 % liegt. Das Kernkapital der Bank besteht aus dem regulären Kapital und zusätzlichen Rücklagen, die gemäß Paragraf 340g des Deutschen Handelsgesetzbuches zur Deckung allgemeiner Bankrisiken gebildet werden. Banken sind verpflichtet, jedes Jahr Rücklagen zu bilden, die mindestens 10 % des im jeweiligen Jahr generierten Nettohandelsertrags entsprechen. Im Fall der UBK betragen diese im FJ16 lediglich 6.000 €. In den vergangenen fünf Jahren hat UBK jedoch durchschnittlich etwa 50 % ihres Nettoeinkommens nach Steuern als solche Rücklagen dotiert. Nach unseren Schätzungen erreichte UBKs Kernkapitalquote Ende 2017 etwa 10,5 %, verglichen mit künftig ab 2019 erforderlichen 8,5 %. Bis 2013 wurde ein Teil von UBKs 2010-2012 begebenen Genussrechten mit einem Nennwert von 16,6 Mio. € als zusätzliches Kernkapital angesehen. Danach verlor dieser Anteil aufgrund aufsichtsrechtlicher Änderungen diesen Status. Mehr als ausgeglichen wurde dies jedoch durch die Emission bedingter Pflichtwandelanleihen (CoCo-Bonds) 2016, die jetzt 25,9 Mio. € zu UBKs Kernkapital beitragen. Eine weitere CoCo-Bond-Emission ist unserer Ansicht nach aufgrund der für Anleger hohen Komplexität dieser Art von Wertpapier eher unwahrscheinlich.

Im Hinblick auf die Gesamtkapitalquote ist UBKs Sicherheitsabstand gegenüber den ab 2019 geltenden aufsichtsrechtlichen Mindestniveaus relativ schmal. Zusätzlich zur regulären Basel-III-Anforderung von 10,5 % wurde UBK von der lokalen Aufsichtsbehörde eine weitere, spezifische Anforderung von 1,5 % auferlegt. Die Gesamtanforderung beträgt somit 12,0 %. Demgegenüber steht UBKs Gesamtkapitalquote von 12,4 % (zum Ende 2017). Somit hängt das künftige Wachstum von UBKs Fähigkeit ab, diese Quote zu verbessern. Da die Bank über reichlich Kernkapital verfügt und durch niedrige Zinsen und den nicht vorhandenen Verwässerungseffekt begünstigt würde, falls sie stattdessen ihr Ergänzungskapital erhöht, halten wir Letzteres für wahrscheinlicher. Die Geschäftsleitung verfolgt das Ziel, die Gesamtkapitalquote auf mindestens 13,0 % zu erhöhen. Zu diesem Zweck plant sie die Emission von nachrangigen Anleihen von bis zu 40 Mio. € (die wir in unseren Prognosen berücksichtigt haben). Davon sollen 18,8 Mio. € zur Rückzahlung der in 2003-2006 begebenen Genussrechte eingesetzt werden, die ihren Status als Ergänzungskapital demnächst verlieren werden. Nach unseren Schätzungen dürfte dies UBKs Eigenkapitalquote im FJ18 auf etwa 14,4 % steigern (siehe Grafik 15). Falls UBK Ergänzungskapital in der geplanten

Höhe erheben kann, sollte sie nach unseren Berechnungen infolgedessen über die notwendige Kapitalbasis verfügen, um ohne Reduzierung der Kapitalausstattungsquote unter die angezielten 13,0 % das Kreditportfolio auf eine maximale kumulierte jährliche Wachstumsrate von etwa 7 % zu vergrößern (wobei unsere Prognose allerdings auf eine konservativere kumulierte jährliche Wachstumsrate von etwa 4,5 % für 2017-2022 hindeutet – siehe nächsten Abschnitt).

Grafik 15: Kapitalausstattungsquoten der Umweltbank



Quelle: UmweltBank, Edison Investment Research

UBKs Kundeneinlagen erreichten Ende 2017 2,16 Mrd. € und stiegen im Zeitraum 2012-2017 mit einer kumulierten jährlichen Wachstumsrate von 6,8 %. Bemerkenswerterweise konnte UBK dies ohne ein Filialnetzwerk erreichen. Gründe waren unter anderem das Image als Bank für nachhaltige Projekte, eine effiziente Kundenhotline sowie die insgesamt hohe Kundenzufriedenheit (laut einer im November 2017 von Markenmotor durchgeführten Umfrage würden 98 % von UBKs Kunden die Bank Freunden empfehlen). UBKs Einlagenbasis umfasst die folgenden Arten von Einlagen: Tagesgeld (43 %), Sparkonten (38 %), Einlagen von Gewerbekunden (10 %) und befristete Einlagen (9 %). Eine weitere wichtige Finanzierungsquelle sind Kredite von Entwicklungsbanken (vorwiegend KfW), die etwa 76 % von UBKs 860,7 Mrd. € Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten im FJ16 ausmachten. Diese Kredite zeichnen sich durch einen günstigeren Zinssatz aus, der an den Endkreditnehmer weitergegeben wird. Diese Banken stellen UBK Finanzierung gegen Sicherheiten zur Verfügung, die Forderungen gegenüber UBKs Kunden ebenso wie lombardierte Wertpapiere beinhalten. UBKs restliche Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten bestehen fast ausschließlich aus einem vierjährigen Darlehen der EZB, das Teil der 2016 gewährten TLTRO-II-Fazilität in Höhe von 200 Mio. € ist. Dieses Programm ist eine der zwecks Stimulierung der Kreditaktivitäten der Bank umgesetzte Maßnahme und unterliegt einem negativen Zinssatz von -0,4 % (mit der Auflage, dass die jeweilige Bank die Erlöse zur Finanzierung realwirtschaftlicher Vorhaben verwendet).

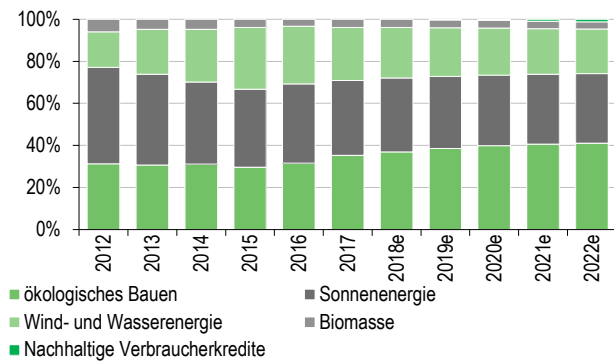
Kreditvergabe: Wahrscheinliche Umschichtung hin zu ökologischen Bauprojekten

Historisch wuchs UBKs Kreditportfolio für „grüne“ Bauprojekte (einschließlich Kreditzusagen) 2010-2017 mit einer kumulierten jährlichen Wachstumsrate von 11,4 % und erreichte Ende 2017 etwa 900-950 Mio. €. Unserer Meinung nach dürften die starke Nachfrage nach Wohnimmobilien in Deutschland insgesamt, unterstützt durch demografische und makroökonomische Faktoren und kombiniert mit dem Trend hin zur Energieeffizienz, es UBK ermöglichen, ein Portfoliowachstum in hohem ein- bis zweistelligen Bereich zu erzielen. UBKs führende Stellung im Bereich Baugemeinschaften stellt einen zusätzlichen Wachstumstreiber dar. Vorsichtig stimmen uns jedoch die erheblichen Engpässe in der deutschen Baubranche. Wir haben für das FJ18 ein konservatives Wachstum von 7,0 % im Jahresvergleich geschätzt. Dies erhöht sich im FJ19-22 dann auf 8,0 %.

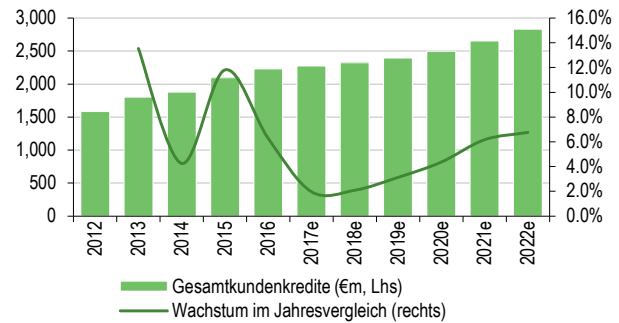
Im Hinblick auf das Erneuerbare-Energien-Geschäft stellen wir fest, dass das vor Kurzem eingeführte Ausschreibungssystem im Markt zu Unsicherheit und reduzierten Aktivitäten im Segment Windprojekte geführt hat. Bei dem Ausschreibungssystem unterliegen neu hinzugefügte Windenergiekapazitäten einer Höchstgrenze von 2.800-2.900 MW jährlich. Dies liegt merklich unter den Neukapazitäten vergangener Jahre. Da Windprojekte im Durchschnitt größer sind als Sonnenenergie- oder Biomasseprojekte, wird das Wachstum in diesem Bereich zusätzlich durch UBKs Kapitalbasis beschränkt. Die Bank ist infolgedessen gezwungen, attraktive aber hohe Projektfinanzierungen abzulehnen (was sich allerdings infolge der Emission nachrangiger Anleihen, auf die zuvor eingegangen wurde, ändern könnte). Somit gehen wir vorsichtigerweise von einem Rückgang des Kreditportfolios im Windenergiegeschäft für das FJ18 beziehungsweise FJ19 von 2,5 % beziehungsweise 1,3 % aus, gefolgt von Wachstum im niedrigen bis mittleren einstelligen Bereich. Hinsichtlich Sonnenenergie weisen wir auf die vergleichsweise kleinere Projektgröße sowie auf die Tatsache hin, dass ein erheblicher Teil (1.900 MW) des relativ großzügigen Ausbaukorridors für kleine bis mittelgroße Anlagen mit weniger als 750 kW Kapazität bestimmt ist, die nicht über das Ausschreibungssystem zugeteilt werden. Dementgegen besteht auch ein Risiko, dass der jährliche Einsatz unterhalb dieser laut EEG 2017 festgelegten Grenzen liegen wird. Beispielsweise wurden 2017 nur neue Kapazitäten im Umfang von 1.750 MW errichtet. Deshalb haben wir eine kumulierte jährliche Wachstumsrate von 2,9 % für UBKs Kreditportfolio für Sonnenenergieprojekte für 2017-2022 berücksichtigt, die voraussichtlich vorwiegend zum Ende dieses Zeitraums bemerkbar wird.

Im Hinblick auf UBKs nachhaltige Verbraucherkredite (deren Einführung bis Ende 2018 geplant ist) halten wir fest, dass ein erheblicher Teil dieser Kredite wahrscheinlich für Haus- und Wohnungsrenovierungen genutzt werden wird. Angesichts der Schwierigkeit beim Quantifizieren dieser Marktchance haben wir jedoch beschlossen, nur das potenzielle Neugeschäft aus Photovoltaik-Dachanlagen und gleichzeitigen Batterieinstallationen aufgrund des Kaufs von Elektroautos in unserer Prognose zu berücksichtigen (ebenso wie etwas zusätzliches Potenzial aus der Kauffinanzierung für Elektroautos). Das würde einem Anteil von etwa 1 % an UBKs Gesamtportfolio ab 2022 entsprechen.

Beruhend auf den obigen Ausführungen prognostizieren wir eine Entwicklung von UBKs Kreditportfoliostruktur sowie ein künftiges Wachstum des Gesamtportfolios wie in Grafiken 16 und 17 dargestellt. Nach unseren Schätzungen wird sich der Anteil an Krediten für nachhaltige Bauprojekte bis 2022 von 35 % auf etwa 41 % erhöhen. Zudem erwarten wir einen Rückgang der Wind- und Wasserenergieprojekte von 25 % zum Ende 2017 auf etwa 21 % sowie eine Reduzierung des Anteils der Sonnenenergieprojekte von 36 % zum Ende 2017 auf 33 %. Interessanterweise handelt es sich bei einem erheblichen Anteil der Kredite für „grüne“ Bauprojekte um durch Hypothekendarlehen besicherte Wertpapiere, die bei Berechnung der risikogewichteten Aktiva geringer gewichtet werden (35 % gegenüber 75 % für andere Privatkundenkredite und 100 % oder mehr für Unternehmenskredite). Somit dürfte sich ein steigender Anteil der Kredite für „grüne“ Bauvorhaben im Hinblick auf die Kapitalausstattungsquoten weniger schwerwiegend auswirken.

Grafik 16: Aufteilung von UBKs Kreditportfolio


Quelle: UmweltBank, Edison Investment Research

Grafik 17: Wachstum von UBKs Kreditportfolio


Quelle: UmweltBank, Edison Investment Research

Im Hinblick auf die Portfolioqualität betrug UBKs NPL-Quote zum Ende 2016 0,62 %, was verglichen zu den im gesamten deutschen Sektor gemessenen 2 % niedrig ist. Rückstellungen für Kreditverluste als Prozentsatz des Bruttokreditportfolios erreichten 2017 0,29 % und blieben damit gegenüber dem Vorjahr weitgehend stabil. Jedoch ging die Kennzahl ungeachtet des erheblichen Wachstums im Kreditportfolio in den vergangenen Jahren erheblich unter die 2010-2013 gemessenen etwa 0,45-0,55 % zurück. UBKs NPL-Deckungsquote lag zum Ende 2017 bei etwa 70 %, was vergleichsweise positiv ist (beispielsweise gegenüber der Quote der Deutschen Bank von 63 % zum Ende 2017). Die Bank berücksichtigt beim Bilden von Rückstellungen für eventuelle Verluste den Wert der zugrundeliegenden Sicherheit.

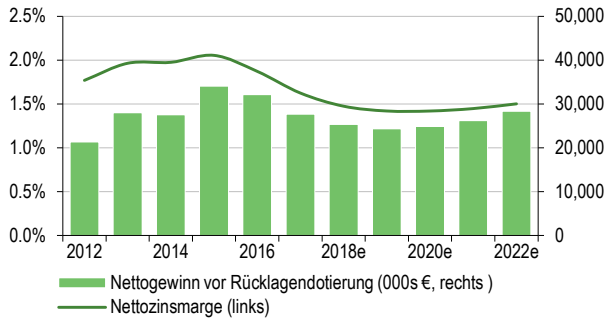
Gewinn- und Verlustrechnung: Druck auf Zinsmargen dürfte bis 2020/21 nachlassen

Die UBK war sowohl 2016 als auch 2017 infolge der langanhaltenden ultraniedrigen Zinsen der EZB erheblichem Druck auf ihre Nettozinsmarge ausgesetzt. Dies wirkte sich mit einiger Verzögerung auf UBKs Zinsertrag aus dem Kreditgeschäft aus, da die Zinsen für UBKs Kredite (in den Segmenten erneuerbare Energien ebenso wie grüne Bauprojekte) in der Regel für 10 Jahre festgesetzt sind (und danach entsprechend den Marktbewegungen angepasst werden). Da die Zinssenkungen der EZB 2008-2012 vorgenommen wurden, dürfte dies größtenteils bis 2020 oder 2021 in UBKs Zinsertrag aus dem Kreditportfolio mitberücksichtigt werden. Darüber hinaus soll das aktuelle EZB-Wertpapierkaufprogramm in Höhe von 30 Mrd. € monatlich noch bis Ende September laufen. Hingegen werden etwaige weitere Programme wahrscheinlich ab Ende dieses Jahres suspendiert. Die ersten Zinserhöhungen im Markt werden (laut Reuters-Konsensschätzungen) für etwa Mitte 2019 erwartet. Dies dürfte sich unverzüglich positiv auf UBKs Umlaufvermögen auswirken. Geringfügigere positive Beiträge (d.h. Basispunktzahlen im niedrigen einstelligen Bereich) zu UBKs Nettozinsmarge sollten sich auch durch die nachhaltigen Verbraucherkredite ergeben, die bis Ende 2018 eingeführt werden sollen. Demzufolge erwarten wir eine weitere Komprimierung der Nettozinsmarge um 13 bp auf 1,48 % im FJ18 und 5 bp auf 1,42 % im FJ19, gefolgt von einer allmählichen Erholung auf 1,50 % im FJ22 (siehe Grafik 18).

UBKs Aufwand-Ertrag-Verhältnis erreichte im FJ17 29,4 %. Das entspricht einem Zuwachs um 250 bp im Jahresvergleich aufgrund des verringerten Betriebsergebnisses und des geplanten Personalausbaus, mit einer durchschnittlichen Mitarbeiterzahl in Vollzeitäquivalenten von 119 im Vergleich zu 111 im FJ16. Andere Verwaltungsaufwendungen gingen im FJ 17 leicht um etwa 1 % zurück. Wir erwarten im Rahmen der anhaltenden Expansion der Teams (es gibt 20 offene Stellen) eine weitere Erhöhung des Personalaufwands ebenso wie erhöhte Vertriebsaufwendungen in Verbindung mit der Einführung neuer Produkte. Angesichts der neu ins UBK-Portfolio aufgenommenen Produkte und Dienstleistungen und des anhaltenden Drucks auf die

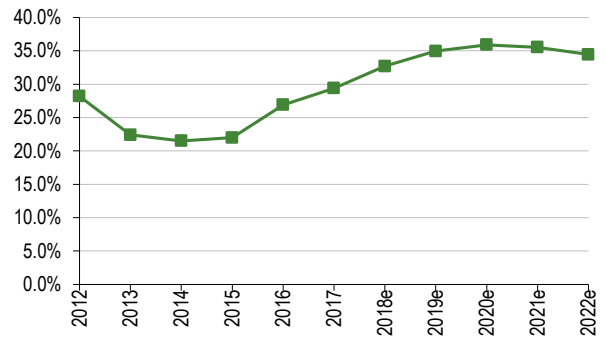
Nettozinssmarge wird UBKs Aufwand-Ertrag-Verhältnis unserer Erwartung nach im FJ20 auf etwa 36 % steigen. Daraufhin dürften eine Erholung der Zinsmargen gemeinsam mit einem langsameren Wachstum des Betriebsaufwands die Kennzahl bis zum FJ22 auf etwa 34,4 % herabdrücken. Dies liegt nahe an den Kennzahlen anderer Direktbanken wie beispielsweise ING DiBa (40 %) – siehe Grafik 19.

Grafik 18: Nettozinssmarge und Nettogewinnprognose



Quelle: UmweltBank, Edison Investment Research

Grafik 19: Aufwand-Ertrag-Verhältnis



Quelle: UmweltBank, Edison Investment Research

Grafik 20: Finanzieller Überblick

000 €	2014	2015	2016	2017s	2018s	2019s	2020s	2021s	2022s
Gewinn- und Verlustrechnung									
Zinsergebnis	49.153	52.838	53.600	51.758	50.250	50.007	51.358	53.925	57.683
Finanzergebnis	1.972	4.023	5.937	3.410	2.937	3.041	3.236	3.366	3.496
Zins- und Finanzergebnis	51.125	56.862	59.537	55.168	53.188	53.048	54.594	57.291	61.179
Risikovorsorge	638	443	(2.228)	(510)	(1.268)	(1.489)	(1.072)	(1.216)	(1.438)
Summe Verwaltungsaufwand	(12.024)	(13.163)	(15.563)	(16.466)	(17.600)	(18.697)	(19.946)	(20.681)	(21.362)
Ergebnis vor Verwaltungsaufwand und Steuern	56.130	61.339	61.569	56.739	54.556	54.219	56.292	58.961	62.748
Ergebnis vor Steuern	44.106	48.176	46.006	40.274	36.956	35.522	36.346	38.280	41.386
Ergebnis vor Gewinnverwendung	27.542	34.087	32.154	27.662	25.315	24.333	24.897	26.222	28.350
Berichteter Ertrag je Aktie (€)	0,53	0,56	0,58	0,60	0,62	0,62	0,65	0,68	0,70
Bereinigter Ertrag je Aktie (€)	0,99	1,23	1,16	0,99	0,90	0,85	0,85	0,88	0,93
Dividende je Aktie (€)	0,26	0,28	0,34	0,32	0,34	0,36	0,38	0,40	0,42
Bilanz									
Kassenbestand und Guthaben bei Zentralnotenbanken	36.910	33.171	54.590	52.103	67.549	61.232	80.702	87.184	70.650
Forderungen an Kreditinstitute	294.248	321.602	149.281	173.729	100.724	82.737	67.961	55.825	45.856
Forderungen an Kunden	1.876.476	2.098.150	2.229.817	2.254.785	2.321.028	2.393.540	2.497.959	2.652.053	2.831.368
Schuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere	373.146	288.437	747.214	965.993	1.105.571	1.160.849	1.160.849	1.126.024	1.092.243
Sachanlagen, Geschäfts- oder Firmenwert und immaterielle Anlagewerte	729	759	1.174	1.174	1.174	1.174	1.174	1.174	1.174
Sonstige Vermögensgegenstände	13.096	13.903	15.553	37.216	35.508	39.507	41.508	43.507	45.507
Summe der Aktiva	2.595.412	2.757.672	3.206.242	3.485.000	3.631.554	3.739.039	3.850.153	3.965.767	4.086.798
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	572.399	570.938	860.728	980.230	980.230	980.230	980.230	980.230	980.230
Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	1.808.041	1.938.174	2.055.684	2.157.000	2.264.855	2.355.449	2.449.667	2.547.654	2.649.560
Rechnungsabgrenzungsposten	510	1.440	1.220	1.220	839	695	577	478	396
Passive latente Steuern	0	0	231	231	148	148	148	148	148
Sonstige Verbindlichkeiten	132.824	157.095	189.952	238.551	267.789	274.289	280.289	286.289	293.289
Summe der Verbindlichkeiten	2.513.774	2.667.647	3.107.816	3.377.232	3.513.861	3.610.811	3.710.911	3.814.799	3.923.623
Eigenkapital	81.638	90.025	98.426	107.768	117.693	128.228	139.243	150.969	163.175
Buchwert je Aktie (€)	2,9	3,3	3,6	3,9	4,1	4,4	4,7	5,0	5,3
Materieller Buchwert je Aktie (€)	5,1	6,0	6,9	7,6	8,1	8,5	8,9	9,3	9,7
Kennzahlen									
Nettozinssmarge	1,98 %	2,06 %	1,87 %	1,61 %	1,48 %	1,42 %	1,42 %	1,45 %	1,50 %
Aufwand-Ertrag-Verhältnis	21,5 %	22,0 %	26,9 %	29,4 %	32,7 %	35,0 %	35,9 %	35,5 %	34,5 %
Eigenkapitalrendite nach Steuern	21,3 %	22,2 %	18,0 %	13,7 %	11,5 %	10,2 %	9,8 %	9,6 %	9,8 %
Harte Kernkapitalquote	7,5 %	8,1 %	8,5 %	8,9 %	9,6 %	10,0 %	10,3 %	10,5 %	10,6 %
Kernkapitalquote	8,2 %	8,7 %	9,9 %	10,5 %	11,0 %	11,4 %	11,5 %	11,5 %	11,5 %
Eigenkapitalquote	10,8 %	11,0 %	12,0 %	12,4 %	14,4 %	14,7 %	14,9 %	14,7 %	14,6 %
Ausschüttungsquote (%)	26,1 %	22,7 %	29,3 %	32,3 %	38,2 %	42,9 %	45,2 %	46,1 %	45,9 %
Kundenkredite/Summe der Aktiva	72,3 %	76,1 %	69,5 %	64,7 %	63,9 %	64,0 %	64,9 %	66,9 %	69,3 %
Kredite/Einlagen	103,8 %	108,3 %	108,5 %	104,5 %	102,5 %	101,6 %	102,0 %	104,1 %	106,9 %

Quelle: UmweltBank, Edison Investment Research

Kontaktangaben	Einnahmen nach geografischer Region
<p>Laufertorgraben 6 90489 Nürnberg Deutschland +49 (0)911 5308-123 www.umweltbank.de</p>	k. A.

Managementteam	Vorstandssprecher: Stefan Weber	Vorstandsmitglied: Goran Bašić
	<p>Stefan Weber ist bereits seit Gründung der Bank 1997 für UBK tätig. Zuvor war er seit 1995 bei der DUT UmweltTreuhand (Anteilseignerin und Gründerin der UmweltBank) beschäftigt und als Finanzberater für die Spezialgebiete stille Partnerschaften und UBK-Aktien zuständig gewesen. Stefan Weber wurde im Januar 2015 in den Vorstand berufen und trägt die Verantwortung für die Bereiche Baufinanzierung, Umweltinvestitionen, Finanzen und IT. Im Mai 2015 übernahm er zudem die Risikokontroll- und Kreditrisikofunktionen.</p>	<p>Goran Bašić begann seine Karriere bei UBK 1999 in der Projektfinanzierungsabteilung. Im Juli 2014 wurde er in den Vorstand berufen und war zunächst für die Marktfolge der Bau-, Sonnenenergie- und Projektfinanzierungsabteilungen zuständig. Jetzt obliegen ihm die Bereiche Verwaltung, Personal und Projektfinanzierung. Vor seiner Tätigkeit für UBK verbrachte Goran Bašić zwei Jahre in Sarajewo und war dort für ein Consultingunternehmen mit Hauptgeschäftssitz in Frankfurt tätig. Unter anderem baute er eine auf Darlehen an kleine und mittelständische Unternehmen spezialisierte Bank auf.</p>

Vorstandsmitglied: Jürgen Koppmann
<p>Jürgen Koppmann trat UBK im Juli 1996 als Kreditsachbearbeiter bei. Später wurde er zum Leiter der Projektfinanzierungsabteilung und konzentrierte sich in dieser Rolle auf erneuerbare Energien, Wärme-Contracting und ökologischen Landbau. Von Januar 2002 bis Ende 2014 war er als Vorstandsmitglied für Kreditabteilungen zuständig. Jürgen Koppmann verließ UBK im Zeitraum 2015 und 2016, um ein Büro für die Entwicklung von Sozialwohnprojekten zu gründen und zu leiten. Er nahm seine Tätigkeit für die Bank im Februar 2017 erneut auf. Im Dezember 2017 wurde er erneut in den Vorstand berufen und übernahm die Verantwortung für die Bereiche Sparen und Anlagen, Wertpapiere und Vorsorge sowie Investor Relations und Public Relations. Zudem ist Jürgen Koppmann für den Marktbereich im Kreditgeschäft verantwortlich.</p>

Hauptanteilseigner	(%)
UmweltVermögen Beteiligungs AG (ab dem 2. Juli GLS Gemeinschaftsbank eG)	15,6
Streubesitz	84,4

In diesem Bericht genannte Unternehmen

ING DiBa, Deutsche Bank, Commerzbank, Julius Baer, Erste Group, Raiffeisen Bank, Credit Suisse, UBS, comdirect bank, Aareal Bank, Deutsche Pfandbriefbank, Cembra Money Bank, Graubündner Kantonalbank, St. Galler Kantonalbank, Vontobel, Luzerner Kantonalbank, Valiant Holding, Bawag Group, Banque Cantonale Vaudoise

Edison is an investment research and advisory company, with offices in North America, Europe, the Middle East and AsiaPac. The heart of Edison is our world-renowned equity research platform and deep multi-sector expertise. At Edison Investment Research, our research is widely read by international investors, advisers and stakeholders. Edison Advisors leverages our core research platform to provide differentiated services including investor relations and strategic consulting. Edison is authorised and regulated by the [Financial Conduct Authority](#). Edison Investment Research (NZ) Limited (Edison NZ) is the New Zealand subsidiary of Edison. Edison NZ is registered on the New Zealand Financial Service Providers Register (FSP number 247505) and is registered to provide wholesale and/or generic financial adviser services only. Edison Investment Research Inc (Edison US) is the US subsidiary of Edison and is regulated by the Securities and Exchange Commission. Edison Investment Research Pty Limited (Edison Aus) [46085869] is the Australian subsidiary of Edison. Edison Germany is a branch entity of Edison Investment Research Limited [4794244]. www.edisongroup.com

DISCLAIMER

Copyright 2018 Edison Investment Research Limited. All rights reserved. This report has been commissioned by UmweltBank and prepared and issued by Edison for publication globally. All information used in the publication of this report has been compiled from publicly available sources that are believed to be reliable, however we do not guarantee the accuracy or completeness of this report. Opinions contained in this report represent those of the research department of Edison at the time of publication. The securities described in the Investment Research may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors. This research is issued in Australia by Edison Investment Research Pty Limited (Corporate Authorised Representative (1252501) of Myonlineadvisers Pty Ltd (AFSL: 427484)) and any access to it, is intended only for "wholesale clients" within the meaning of the Corporations Act 2001 of Australia. The Investment Research is distributed in the United States by Edison US to major US institutional investors only. Edison US is registered as an investment adviser with the Securities and Exchange Commission. Edison US relies upon the "publishers' exclusion" from the definition of investment adviser under Section 202(a)(11) of the Investment Advisers Act of 1940 and corresponding state securities laws. As such, Edison does not offer or provide personalised advice. We publish information about companies in which we believe our readers may be interested and this information reflects our sincere opinions. The information that we provide or that is derived from our website is not intended to be, and should not be construed in any manner whatsoever as, personalised advice. Also, our website and the information provided by us should not be construed by any subscriber or prospective subscriber as Edison's solicitation to effect, or attempt to effect, any transaction in a security. The research in this document is intended for New Zealand resident professional financial advisers or brokers (for use in their roles as financial advisers or brokers) and habitual investors who are "wholesale clients" for the purpose of the Financial Advisers Act 2008 (FAA) (as described in sections 5(c) (1)(a), (b) and (c) of the FAA). This is not a solicitation or inducement to buy, sell, subscribe, or underwrite any securities mentioned or in the topic of this document. This document is provided for information purposes only and should not be construed as an offer or solicitation for investment in any securities mentioned or in the topic of this document. A marketing communication under FCA Rules, this document has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research and is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research. Edison has a restrictive policy relating to personal dealing. Edison Group does not conduct any investment business and, accordingly, does not itself hold any positions in the securities mentioned in this report. However, the respective directors, officers, employees and contractors of Edison may have a position in any or related securities mentioned in this report. Edison or its affiliates may perform services or solicit business from any of the companies mentioned in this report. The value of securities mentioned in this report can fall as well as rise and are subject to large and sudden swings. In addition it may be difficult or not possible to buy, sell or obtain accurate information about the value of securities mentioned in this report. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Forward-looking information or statements in this report contain information that is based on assumptions, forecasts of future results, estimates of amounts not yet determinable, and therefore involve known and unknown risks, uncertainties and other factors which may cause the actual results, performance or achievements of their subject matter to be materially different from current expectations. For the purpose of the FAA, the content of this report is of a general nature, is intended as a source of general information only and is not intended to constitute a recommendation or opinion in relation to acquiring or disposing (including refraining from acquiring or disposing) of securities. The distribution of this document is not a "personalised service" and, to the extent that it contains any financial advice, is intended only as a "class service" provided by Edison within the meaning of the FAA (ie without taking into account the particular financial situation or goals of any person). As such, it should not be relied upon in making an investment decision. To the maximum extent permitted by law, Edison, its affiliates and contractors, and their respective directors, officers and employees will not be liable for any loss or damage arising as a result of reliance being placed on any of the information contained in this report and do not guarantee the returns on investments in the products discussed in this publication. FTSE International Limited ("FTSE") © FTSE 2018. "FTSE®" is a trade mark of the London Stock Exchange Group companies and is used by FTSE International Limited under license. All rights in the FTSE indices and/or FTSE ratings vest in FTSE and/or its licensors. Neither FTSE nor its licensors accept any liability for any errors or omissions in the FTSE indices and/or FTSE ratings or underlying data. No further distribution of FTSE Data is permitted without FTSE's express written consent.

Frankfurt +49 (0)69 78 8076 960 Schumannstrasse 34b 60325 Frankfurt Germany	London +44 (0)20 3077 5700 280 High Holborn London, WC1V 7EE United Kingdom	New York +1 646 653 7026 295 Madison Avenue, 18th Floor 10017, New York US	Sydney +61 (0)2 8249 8342 Level 12, Office 1205 95 Pitt Street, Sydney NSW 2000, Australia
--	--	---	---