

GBC Research (Anno)

UmweltBank AG



WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 19

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

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

Prognose nach überzeugendem Halbjahr bestätigt; Girokonto eingeführt, Sonderprüfung beendet

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

Mitarbeiter: 357 (30.06.2025)
Firmensitz: Nürnberg
Vorstand: Goran Bašić, Dietmar von Blücher, Heike Schmitz

Die UmweltBank AG steht für Bankgeschäfte mit ökologischer und sozialer Verantwortung. Sie bietet Anlegern transparente ökologische Geldanlagen an und fördert deutschlandweit gewerbliche Kunden durch die Finanzierung umweltfreundlicher Projekte. Mit dem ausschließlichen Angebot einer grünen Produktpalette setzt die UmweltBank AG die ökologische Ausrichtung konsequent um. Neben dem klassischen Sparkonto bietet die Gesellschaft unter anderem grüne Fondsprodukte an und finanziert grüne Projekte. Dabei fungiert die UmweltBank AG als Direktbank, ohne das klassische Filialgeschäft. Seit Gründung in 1997 wurden über 25.000 Kreditprojekte gefördert. Ende 2024 standen Umweltkredite (inkl. offene Zusagen) im Gesamtvolumen von 3,5 Mrd. Euro zu Buche.

in Mio. €	GJ 23	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e
Zinsergebnis	41,11	44,95	60,32	73,73	85,34
Finanzergebnis	-2,64	12,98	18,20	5,72	5,80
Provisions- und Handelsergebnis	9,05	5,54	9,45	10,86	11,24
Ergebnis vor Steuern	-5,61	-8,52	9,37	16,11	24,18
Ergebnis nach Steuern	0,73	0,73	6,37	10,96	16,44
Gewinn je Aktie	0,02	0,02	0,18	0,30	0,46
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,05	0,12	0,18
Gesamtkapital	525,2	505,2	509,8	516,3	526,2
Kapitalrentabilität (vor Steuern)	-1,1%	-1,7%	1,8%	3,1%	4,6%
Cost-Income-Ratio	111,2%	109,3%	89,4%	82,3%	76,6%

Investment Case

- Zinsergebnis steigt im ersten Halbjahr 2025 deutlich auf 28,82 Mio. € (VJ: 17,88 Mio.€). Grundlage für diese Entwicklung ist der weitere Anstieg der Kundeneinlagen, die fristenkongruent bei der EZB angelegt werden.
- Finanzergebnis in Höhe von 13,87 Mio. € (VJ: 17,95 Mio. €) profitiert von Gewinnausschüttungen aus dem Verkauf von Immobilien einer Tochtergesellschaft. Grundsätzlich soll das Beteiligungsgeschäft (Bilanzansatz 31.12.24: 65,24 Mio.€) veräußert werden.
- Höhere IT-Aufwendungen sowie Risikozuwendungen für Kundenkredite lassen das Vorsteuerergebnis mit 6,69 Mio. € (VJ: 8,53 Mio. €) unter Vorjahreswert fallen.
- Einführung Girokonto „UmweltGiro“ ist wesentlicher Treiber für künftigen Anstieg der Kundeneinlagen. Auf dieser Basis sowie durch den weiteren Ausbau des Kreditgeschäftes soll das Zinsergebnis dynamisch wachsen.
- UmweltBank bestätigt die Guidance für 2025 und gleichzeitig die mittelfristigen Plan-szenarien bis 2028.
- Nahezu unveränderte GBC-Schätzungen führen zur Bestätigung des Kursziels in Höhe von 10,40 €. Rating KAUFEN wird damit ebenfalls bestätigt.

Rating: KAUFEN

Kursziel: 10,40 € (alt: 10,40 €)

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs vom 11.08.25	5,10 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	DE0005570808
WKN	557080
Aktienzahl (in Mio.)	36,06
MCap (in Mio. EUR)	183,91

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

Aktionärsstruktur

GLS Bank	15%
Free Float	85%

Finanztermine

27.08.25	Hauptversammlung
28.08.25	Hamburger Investoren Tage
30.10.25	Q3-Zahlen 2025

Analysten

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

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
06.05.2025: RS / 10,40 / KAUFEN
07.04.2025: RS / 10,40 / KAUFEN
27.01.2025: RS / 10,00 / KAUFEN
15.11.2024: RS / 10,00 / KAUFEN
12.08.2024: RS / 9,63 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 12.08.2025 (08:17 Uhr)
Erste Weitergabe: 12.08.2025 (11:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2026

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 20

EXECUTIVE SUMMARY

● Im ersten Halbjahr 2025 konnte die UmweltBank AG ihr Zinsergebnis signifikant um 61,2 % auf 28,82 Mio. € (VJ: 17,88 Mio. €) steigern. Diese Entwicklung, die sich bereits im ersten Quartal 2025 abgezeichnet hatte, ist eine Folge der Fokussierung auf den Ausbau des Einlagengeschäftes. Dieses kann fristenkongruent bei der EZB mit einer Zinsmarge von 100 bis 120 Basispunkten risikofrei angelegt werden. In den ersten sechs Monaten des Jahres 2025 führten die intensivierten Marketingmaßnahmen, die mittlerweile umgesetzte Digitalisierung sowie die Einführung attraktiver Produkte zu einem Anstieg der Privatkundeneinlagen in Höhe von 140 Mio. €. Beim Kreditgeschäft, der zweiten Säule des Finanzergebnisses, ist die UmweltBank AG aufgrund der vorherrschenden Eigenkapitalrestriktionen zuletzt selektiv vorgegangen, was zu einem Rückgang des ausstehenden Kreditvolumens auf 3,21 Mrd. € (31.12.24: 3,46 Mrd. €) geführt hat.

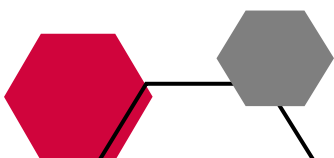
● Parallel zum Zinsergebnis lag das Finanzergebnis mit 13,87 Mio. € (VJ: 17,95 Mio. €) auf einem hohen Niveau. Während der Vorjahreswert durch den Verkauf von sechs Beteiligungen geprägt war, profitierte die UmweltBank AG im ersten Halbjahr 2025 von Gewinnausschüttungen aus dem Verkauf von Immobilien einer Tochtergesellschaft. Bis 2026 soll das Beteiligungsgeschäft, das zum 31.12.2024 einen bilanziellen Wert von 65,24 Mio. € hatte, veräußert werden. Das Provisions- und Handelsergebnis, die dritte Erlösgröße der UmweltBank AG, profitierte vom Vertriebs- und Verkaufserfolg bestehender und neuer Produkte und erhöhte sich dabei auf 3,66 Mio. € (VJ: 2,33 Mio. €).

● Insbesondere die Investitionen in die IT als Grundlage für die Fortsetzung der Transformation und Digitalisierung haben die operativen Kosten auf 35,33 Mio. € (VJ: 29,37 Mio. €) ansteigen lassen. Darüber hinaus stiegen die Risikozuwendungen für Kundenkredite auf 4,01 Mio. € (VJ: 0,09 Mio. €), sodass das Vorsteuerergebnis des ersten Halbjahres 2025 mit 6,69 Mio. € (VJ: 8,73 Mio. €) unter dem Vorjahreswert liegt.

● Mit der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen hat das Management der UmweltBank die Ergebnisprognose für das Geschäftsjahr 2025 bestätigt. Demnach wird ein Vorsteuerergebnis zwischen 5 Mio. € und 10 Mio. € erwartet. Für das zweite Halbjahr wird zwar ein weiterer Anstieg des Zinsergebnisses auf 60 Mio. € bis 65 Mio. €, des Finanzergebnisses auf 18 Mio. € bis 20 Mio. € sowie des Provisions- und Handelsergebnisses auf 7 Mio. € bis 11 Mio. € erwartet. Dem stehen jedoch weitere Risikozuwendungen in einer Bandbreite von 10 Mio. € bis 15 Mio. € gegenüber.

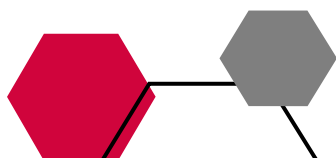
● Besonders im Fokus steht dabei der erwartete Anstieg des Zinsergebnisses, der auf einer geplanten Ausweitung des Einlagengeschäfts basiert. Bis Ende 2025 soll dieses auf 4,3 Mrd. € (Stand: 30.06.2025, 3,5 Mrd. €) spürbar zulegen. Einen maßgeblichen Anteil daran soll das im Juni 2025 eingeführte Girokonto „Umwelt-Giro“ haben, dem ein hohes Neukundenpotenzial zugesprochen wird. Erwähnenswert ist zudem die Beendigung der Tätigkeit des Bafin-Sonderbeauftragten. Zwar bleiben die Kapitalanforderungen zunächst bestehen, perspektivisch könnten diese aber reduziert werden, was sich positiv auf die Kreditvergabe auswirken dürfte.

● Analog zur Unternehmens-Guidance haben wir nur bei den 2025er Schätzungen Anpassungen vorgenommen. Die mittelfristigen Schätzungen behalten wir bei. Die Auswirkungen auf den ermittelten fairen Unternehmenswert sind vernachlässigbar und wir bestätigen das Kursziel von 10,40 € und das KAUFEN-Rating.



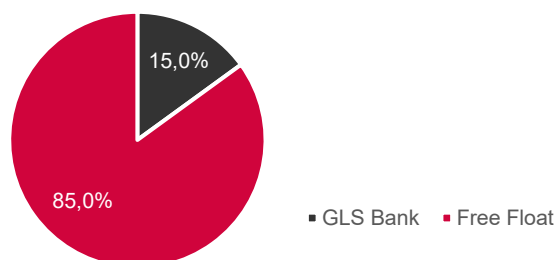
INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	3
Unternehmen.....	5
Aktionärsstruktur	5
Geschäftsmodell	5
Produktpalette	5
Vorstand.....	7
Markt und Marktumfeld.....	8
Allgemeines Zinsumfeld.....	8
Entwicklung der wichtigsten UmweltBank-Kreditnehmer	8
Wettbewerbsanalyse.....	10
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2025	11
Ertragsentwicklung 1.HJ 2025	11
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2025.....	12
Entwicklung wichtige Bilanzkennzahlen zum 30.06.2025	13
Prognosen und Modellannahmen.....	14
SWOT-Analyse.....	16
Bewertung	17
Anhang	19



UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Bis April 2018 war die Gründerfamilie Popp (Horst und Sabine Popp) über die UmweltVermögen Beteiligungs AG maßgeblich an der UmweltBank AG beteiligt. Nachdem Horst Popp im Jahr 2015 sein Vorstandsmandat bei der Bank niedergelegt hatte, wurde das zuvor gehaltene Aktienpaket von 15,6 % an die GLS Gemeinschaftsbank eG veräußert. Bereits in der Vergangenheit haben die in Bochum ansässige GLS Bank, die sich ähnlich wie die UmweltBank AG dem ökologischen Gedanken verschrieben hat, und die UmweltBank AG projektbezogen zusammengearbeitet.

Geschäftsmodell

Ökologischer und Ökonomischer Gedanke miteinander verbunden

Die UmweltBank AG ist eigenen Angaben zufolge die einzige Bank in Deutschland, die den ökologischen Aspekt ihrer Geschäftstätigkeit in ihrer Satzung verankert hat. Die Schwerpunkte der Kreditvergabe liegen in den Bereichen Solarenergie, Windkraft und Niedrigenergiebauweise. Dabei investiert die UmweltBank AG ausschließlich in nachhaltige Projekte. Alle Drittprodukte, die den Kunden angeboten werden, müssen ökologisch oder sozial ausgerichtet sein. Entsprechend spielen bei der Kreditentscheidung sowohl ökologische als auch ökonomische Aspekte eine wichtige Rolle. Hierzu werden Positiv- und Ausschlusskriterien herangezogen, um sicherzustellen, dass die Investitionen und die Kreditvergabe den Nachhaltigkeitskriterien der Bank entsprechen. Diese Kriterien orientieren sich an den Sustainable Development Goals (SDGs) der Vereinten Nationen, die im Jahr 2018 in die Satzung der UmweltBank AG aufgenommen wurden.

Produktpalette

Privatkunden

Der aktuelle Fokus der UmweltBank AG liegt klar auf dem Wachstum im Privatkundengeschäft. Seit der Migration des Kernbanksystems im Oktober 2023 wird die Neukundengewinnung vorangetrieben, wobei bereits deutliche Erfolge verzeichnet werden können. So stieg die Zahl der Kunden von 132 Tausend zum Jahresende 2023 auf 161 Tausend zum 30.06.2025. Bis zum Jahr 2028 soll die Zahl der Kundinnen und Kunden auf rund 500.000 steigen.

Ein wichtiger Aspekt zur Zielerreichung ist das im Juli 2025 eingeführte grüne Girokonto (UmweltGiro). Es bietet die Möglichkeit des mobilen Bezahls und Kunden können mit der UmweltBanking-App alle klassischen Bankdienstleistungen online abdecken. Über die angeschlossene Kundenberatung sollen Cross-Selling-

Potenziale gehoben werden, um auch die Umsätze im Wertpapiergeschäft sowie die Provisionserträge zu steigern.

Neben dem Girokonto als wesentlichen Wachstumstreiber bietet die UmweltBank eine umfangreiche Produktpalette für nachhaltige Anlagen. Das klassische Einlagengeschäft wird über Tagesgeld- oder Festgeldkonten abgewickelt, die zur Finanzierung der nachhaltigen Aktiva genutzt werden.

Darüber hinaus deckt der Produktbereich „Brokerage“ auch das Wertpapieranlage-Geschäft ab. Nach der Migration des Kernbankensystems können Kundinnen und Kunden den gesamten Antragsprozess nun digital abwickeln, wodurch sich zusätzliches Neukundenpotenzial erschließt. Das UmweltBank-Depot ist komplett ökologisch und kostenlos. Es enthält ausschließlich Wertpapiere, die den Nachhaltigkeitskriterien der Bank entsprechen. Neu im Depotangebot ist beispielsweise der UmweltBank ETF, ein thesaurierender Aktien-ETF.

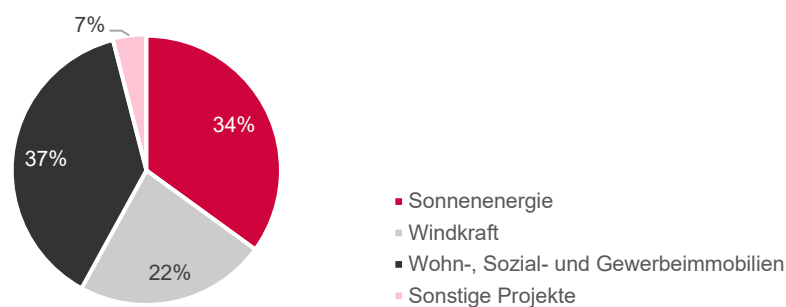
Zu den Wertpapieren der UmweltBank gehören auch drei eigene Fonds sowie ein ETF. Neben den eigenen Fonds bietet die UmweltBank AG auch ausgewählte Aktien-, Misch- und Rentenfonds von Drittanbietern an, die ebenfalls nachhaltig ausgerichtet sind.

Firmenkunden

Das Kreditgeschäft der UmweltBank richtet sich ausschließlich an Firmenkunden. Der Fokus liegt dabei auf der Finanzierung nachhaltiger Projekte im Bereich der erneuerbaren Energien (Photovoltaik, Windkraft, Energiespeichersysteme) sowie nachhaltiger Immobilien (Sozialimmobilien, Gewerbeimmobilien, Wohnimmobilien). Die Finanzierung von Energiespeichersystemen stand bisher nicht im Fokus und stellt daher ein neues Geschäftsfeld dar.

Für die Kreditvergabe hat die UmweltBank strenge Positiv- und Anschlusskriterien definiert, die besonders im Einklang mit den 17 Sustainable Development Goals (SDGs) stehen. Zum 30.06.2025 verteilt sich das ausstehende Kreditvolumen nahezu gleichmäßig auf die drei Segmente Sonnenenergie, Windkraft sowie Wohn-, Sozial- und Gewerbeimmobilien.

Aufteilung ausstehende Kredite (30.06.2025)



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Das Beraterteam der UmweltBank AG verfügt in den Kreditsegmenten über ein besonders ausgeprägtes Know-how. Hervorzuheben ist, dass die Kredite der UmweltBank AG in der Regel umfangreich besichert sind. Neben der grundpfandrechtlichen Besicherung bei Immobilienfinanzierungen werden beispielsweise Abtretungen künftiger Erträge bei Projekten als Sicherheiten eingesetzt. Derzeit wird zudem das Konsortialkreditgeschäft ausgebaut, um die Finanzierung großvolumiger Projekte zu ermöglichen.

Vorstand

Dietmar von Blücher (Vorstandssprecher)



Nach dem Abschluss seines dualen Studiums der Betriebswirtschaftslehre an der Dualen Hochschule Villingen-Schwenningen und seiner Ausbildung zum Bankkaufmann bei der Dresdner Bank AG in Freiburg im Jahr 1996 startete Dietmar von Blücher seine berufliche Laufbahn bei der Dresdner Bank. Dort bekleidete er bis 2009 verschiedene Führungspositionen in den Bereichen Controlling und Accounting. Anschließend wechselte er zur Commerzbank, wo er zunächst als Abteilungsleiter der Abschlussanalyse tätig war und von 2012 bis 2016 den Bereich Group Finance leitete. Von 2016 bis 2020 war er Finanz- und IT-Vorstand der comdirect bank. Von 2021 bis 2023 gehörte er dem Vorstand der Baader Bank an. Seit Januar 2024 ist er Mitglied des Vorstands der UmweltBank AG und bringt dort seine langjährige Expertise in den Bereichen Finanzen, IT und strategisches Management in die nachhaltige Ausrichtung der Bank ein.

Goran Bašić (Mitglied des Vorstands)



Nach seinem Abschluss als Diplom-Volkswirt an der Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg im Jahr 1997 war Herr Bašić zunächst am Aufbau einer Geschäftsbank in Sarajevo, Bosnien und Herzegowina beteiligt. Ab 1999 war er bei der UmweltBank AG in Nürnberg tätig, zunächst als Mitarbeiter in der Abteilung Projektfinanzierung. 2008 übernahm er die Position des stellvertretenden Abteilungsleiters, bevor er 2011 zum Leiter der Abteilung Projektfinanzierung ernannt wurde. Seit Juli 2014 ist er Mitglied des Vorstands der UmweltBank AG und verantwortet dort unter anderem die strategische Entwicklung nachhaltiger Finanzierungsprojekte.

Heike Schmitz (Mitglied des Vorstands)



Nach ihrer Ausbildung zur Bankkauffrau bei der Commerzbank und einem anschließenden Studium der Betriebswirtschaftslehre an den Universitäten Münster und Köln begann Heike Schmitz 1987 ihre Karriere im Bereich Konzernstrategie und Privatkundengeschäft der Commerzbank. 1995 wechselte sie zur comdirect bank, wo sie zunächst die Bereiche IT, Organisation und Personal verantwortete und ab 1997 die Leitung des Bereichs Finanzen übernahm. Von 2002 bis 2018 war sie innerhalb der Sparkassen-Finanzgruppe in führender Funktion für Finanzen und Controlling tätig. 2018 kehrte sie zur comdirect zurück und leitete dort bis 2021 den Bereich Finanzen, Controlling und Investor Relations innerhalb der Commerzbank-Gruppe. 2021 trat sie als Generalbevollmächtigte in die UmweltBank AG ein und wurde 2022 in den Vorstand berufen.

MARKT UND MARKTUMFELD

Die Geschäftsentwicklung der UmweltBank AG hängt in erster Linie vom allgemeinen Zinsumfeld ab. Dieses beeinflusst sowohl die Kreditvergabebereitschaft als auch die Nachfrage nach Krediten erheblich. Da die Bank ausschließlich in den Bereichen Windenergie, Solarenergie und ökologisch-soziales Bauen Kredite vergibt, ist sie zudem weiteren speziellen Markteinflüssen ausgesetzt.

Allgemeines Zinsumfeld

Nach der zwischenzeitlich restriktiveren Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, die den Leitzins innerhalb von nur 18 Monaten von 0,00 % auf 4,50 % angehoben hatte, um auf den Anstieg der Inflationsrate zu reagieren, ist nun eine Rückkehr zur expansiven Geldpolitik sichtbar. Nachdem sich die Inflationsrate mit 2,1 % wieder dem Zielwert von 2,0 % angenähert hat, hat die EZB am 11. Juni 2025 den Leitzins auf 2,15 % gesenkt. Gleichzeitig sank der Zinssatz für die Einlagenfazilität, also der Zinssatz, zu dem Kreditinstitute bei der EZB überschüssige Liquidität kurzfristig anlegen können, auf 2,0 %.

Da der aktuelle Inflationswert nahe der EZB-Zielvorgabe liegt, besteht kein Druck für weitere Zinsanpassungen seitens der EZB. Allerdings könnte die allgemeine konjunkturelle Unsicherheit, die insbesondere mit der noch unklaren US-Handelspolitik zusammenhängt, weitere Zinsanpassungen erforderlich machen. Für die UmweltBank AG bedeutet die Rückkehr zu niedrigeren Zinsen einerseits eine Verbilligung der Passiva, die schneller auf Zinsanpassungen reagieren. Die mit den Krediten im Zusammenhang stehenden Aktiva reagieren aufgrund der längeren Laufzeit jedoch schwerfälliger, sodass wir von einer Verbesserung der Zinsmargen ausgehen.

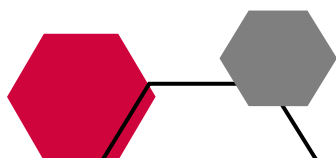
Entwicklung der wichtigsten UmweltBank-Kreditnehmer

Die Branchenbetrachtung der von der UmweltBank AG vergebenen Kredite zeigt einen klaren Schwerpunkt auf die Branchen Ökologischer Wohnbau, Windkraft und Sonnenenergie. Auch hier hängt die Nachfrage von der allgemeinen Zinsentwicklung ab. Weitere gesetzliche Einflussfaktoren wie Förderungen und Steuererleichterungen haben insbesondere im Bereich der erneuerbaren Energien einen ebenso wichtigen Einfluss.

Wohnungsbau Deutschland

Aktuell entfallen 37 % des gesamten ausstehenden Kreditvolumens der UmweltBank AG auf Kredite im Bereich nachhaltige Immobilien. Die Gesellschaft finanziert hier ökologischen und bezahlbaren Wohnraum und ist einer der führenden Finanzierer von Baugemeinschaften, also von Wohnprojekten ohne Gewinnerzielungsabsicht. Da auch dieses Sondersegment von den allgemeinen Marktvorgaben abhängt, liefert ein Blick auf den deutschen Wohnungsbau ein aussagekräftiges Bild.

Das abgelaufene Geschäftsjahr war dabei von einem deutlichen Rückgang der Wohnungsfertigstellungen geprägt: Mit 251.900 lagen diese um 14,4 % unterhalb des Vorjahres. Nachdem zwischen 2021 und 2023 jeweils rund 295.000 Wohnungen fertiggestellt wurden, markierte das Jahr 2024 den niedrigsten Wert seit 2015. Ein wesentlicher Aspekt hierfür war die Verteuerung der Bauzinsen, die aus dem allgemein gestiegenen Zinsniveau resultierte. Für Neukredite mit einer Zinsbindung von zehn Jahren wurden im Jahr 2024 durchschnittlich 3,56 % aufgerufen. Dies entspricht zwar einem Rückgang gegenüber dem Jahr 2023 (3,80 %), ist im Vergleich zu den Vorjahren jedoch immer noch ein hohes Niveau.



Zugleich hemmten die gestiegenen Neupreise, insbesondere als Zusammenspiel aus Engpässen bei Personal sowie gestiegenen Material- und Energiekosten, den Wohnungsneubau. Gemäß dem vom Statistischen Bundesamt herausgegebenen Baupreisindex für Wohngebäude lag der Wert im zweiten Quartal 2025 bei 133,6, was einer Verteuerung der Baupreise um rund ein Drittel gegenüber dem Ausgangswert aus dem Jahr 2021 (100) entspricht.

Es gibt jedoch auch Lichtblicke. Neben dem ohnehin vorhandenen Bedarf an Wohnraum, der mittelfristig für eine Zunahme des Wohnungsneubaus sorgen sollte, ist sowohl bei den Finanzierungskosten als auch bei den Baukosten eine Abflachung der Kurve zu erkennen. Insgesamt hat sich auch die Stimmung im Wohnungsbau etwas verbessert. So stieg der ifo Geschäftsklimaindex gemäß ifo Institut auf -25,2 Punkte und erreichte damit den höchsten Wert seit September 2022, wenngleich die Auftragslage weiterhin unbefriedigend ist. Erste Anzeichen einer Entspannung werden jedoch sichtbar.

Solar

Mit einem Zubau von 16,9 GWp wurde im Jahr 2024 ein neuer Rekordwert erreicht und gleichzeitig erstmals die Gesamtmarke von 100 GWp bei der installierten Leistung überschritten. Der bereits im Vorjahr hohe Zubauwert von rund 14 GWp wurde damit nochmals übertroffen.

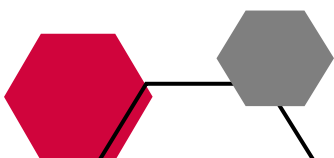
Die künftige Entwicklung der Solarnachfrage wird maßgeblich von den regulatorischen Vorgaben beeinflusst. Verschiedene Initiativen der Bundesregierung sollen eine Beschleunigung und Vereinfachung der Genehmigungsverfahren erreichen. Das Ziel besteht darin, bis 2030 eine installierte Leistung von 215 GWp und bis 2040 von 400 GWp zu erreichen. Um diese im EEG 2023 vereinbarten Ziele zu erreichen, muss der PV-Zubau, der in den vergangenen beiden Jahren bereits neue Rekorde erreicht hat, nochmals beschleunigt werden. Bis 2026 soll der jährliche Netto-Zubau auf 22 GWp steigen.

Neben der Beschleunigung der Genehmigungsverfahren und der Ausweitung der möglichen Installationsflächen wurden beispielsweise höhere Ausschreibungsvolumina, höhere Vergütungssätze für Solaranlagen oder eine Ausweitung der Förderfähigkeit der Anlagen beschlossen. Vor diesem Hintergrund ist auch zukünftig mit einer hohen Nachfrage nach Finanzierungen von Solarprojekten bei der UmweltBank AG zu rechnen.

Windkraft

Die dritte Säule im Kreditgeschäft der UmweltBank AG ist die Finanzierung von Windenergieprojekten. Ähnlich wie im Bereich der Photovoltaik ist die Windenergiebranche in besonderem Maße von den staatlichen Rahmenbedingungen abhängig. Diese sehen einerseits eine Förderung des Ausbaus vor, beeinflussen andererseits aber auch das Ausbautempo auf regulatorischer Ebene erheblich. So sieht das EEG 2023 vor, dass die installierte Leistung der Windenergie an Land bis Ende 2030 auf bis zu 115 GW ansteigen soll. Ausgehend von der installierten Leistung zum Zeitpunkt der Verabschiedung dieser Zielsetzung müsste der jährliche Zubau bei etwa 9 GW brutto bzw. 7 GW netto liegen.

Im vergangenen Jahr 2024 belief sich der Brutto-Zubau jedoch lediglich auf 3,2 GW und lag damit unterhalb der geplanten Ausbaugeschwindigkeit. Dabei kam es im Vergleich zu 2023 sogar zu einer Verringerung des Zubaus (2023: 3,6 GW), was insbesondere mit Verzögerungen bei den Netzanschlüssen und bei den Lieferungen von Netzkomponenten erklärt wird. Die Werte des ersten Halbjahres 2025, in dem bereits ein Zubau von 2,2 GW erreicht wurde, lassen jedoch für das



Jahr 2025 wieder einen Anstieg beim Ausbau der Windenergie vermuten. Schließlich haben sich die Genehmigungszahlen für neue Windenergieanlagen per Ende 2024 bereits spürbar auf 14 GW erhöht, was einer Steigerung von etwa 85 % gegenüber dem Vorjahreswert entspricht. Ähnlich wie in der Solarbranche ist auch im Windenergiebereich mit einer steigenden Nachfrage nach Finanzierungen zu rechnen.

Wettbewerbsanalyse

Der deutsche Bankenmarkt weist eine sogenannte Drei-Säulen-Struktur auf. Diese unterteilt den Markt in private Geschäftsbanken, öffentlich-rechtliche Kreditinstitute sowie Genossenschaftsbanken. Hinzu kommen Spezialbanken, die nur sehr spezielle Bankdienstleistungen anbieten, beispielsweise Bausparkassen oder Pfandbriefbanken. Laut Statistiken der Deutschen Bundesbank operierten Ende 2024 insgesamt 1.368 Kreditinstitute in Deutschland. Dabei ist über mehrere Jahre hinweg eine deutlich rückläufige Tendenz (Fusionen, Regulierungsdruck etc.) zu verzeichnen. Mit nur drei Großbanken ist der deutsche Bankenmarkt im europäischen Vergleich stark fragmentiert und besteht aus vielen Banken mit einem engen regionalen Fokus.

Die UmweltBank AG gehört zu den privaten Geschäftsbanken, hat eine Bilanzsumme von 6,19 Mrd. € (Stand: 31.12.2024) und ist damit größer als 80 % der Banken in Deutschland. Der überwiegende Teil der Kreditinstitute in Deutschland hat eine Bilanzsumme von weniger als 5,0 Mrd. € (Quelle: Deutsche Bundesbank). Ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal der UmweltBank AG ist die starke Berücksichtigung nachhaltiger Aspekte bei der Kreditvergabe und den Investitionen. Nach eigenen Recherchen sind in Deutschland derzeit lediglich zwei Kreditinstitute mit einer ebenso starken Fokussierung auf Nachhaltigkeit tätig. Auch im europäischen Ausland, wo wir zwei weitere Institute in unserer Peer Group gefunden haben, ist die Nachhaltigkeitsfokussierung bei Kreditinstituten eine Seltenheit.

Name	Bilanzsumme 31.12.2024	Mcap
GLS Gemeinschaftsbank e.G.	10,70 Mrd. €	nicht notiert
EthikBank eG	0,58 Mrd.€	nicht notiert
BKS Bank AG	11,07 Mrd. €	799,9 Mio. €
Triodos Bank N.V.	15,73 Mrd. €	492,6 Mio. €
UmweltBank AG	6,19 Mrd. €	190,0 Mio. €

Quelle: GBC AG

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2025

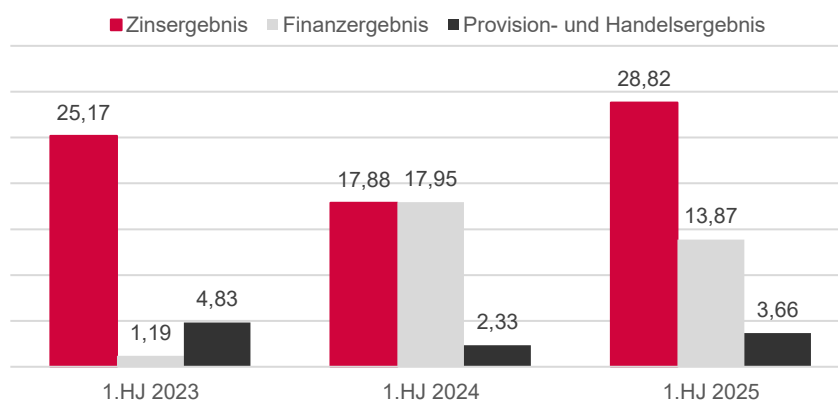
in Mio. €	1.HJ 23	1.HJ 24	1.HJ 25
Zinsergebnis	25,17	17,88	28,82
Finanzergebnis	1,19	17,95	13,87
Provisions- und Handelsergebnis	4,83	2,33	3,66
Personal- und Verwaltungsaufwand	26,63	29,37	35,33
Ergebnis vor Steuern	3,11	8,73	6,69
Periodenergebnis	1,49	5,83	6,71

Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Ertragsentwicklung 1.HJ 2025

Auch im zweiten Quartal 2025 blieb das Wachstumstempo der UmweltBank AG hoch. Am Ende der ersten sechs Monate des Jahres 2025 wurde somit ein deutlicher Anstieg des Zins-, Finanz-, Provisions- und Handelsergebnisses um 21,5 % auf 46,36 Mio. € (VJ: 38,16 Mio. €) erreicht.

Entwicklung der Gesamterträge auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Maßgeblicher Treiber hierfür war der dynamische Anstieg des **Zinsergebnisses** um 61,2 % auf 28,82 Mio. € (VJ: 17,88 Mio. €). Dies ist als Folge der stärkeren Fokussierung auf das Einlagengeschäft zu verstehen, welches mit entsprechenden neuen Produkten flankiert wurde. Kundeneinlagen werden dabei fristenkonkurrent bei der EZB mit einer Zinsmarge von 100–120 bps angelegt, sodass ein Einlagenzufluss mit einem Anstieg des Zinsergebnisses einhergeht. In den ersten sechs Monaten verzeichnete die UmweltBank AG einen Anstieg der Privatkundeneinlagen von 140 Mio. € auf rund 3,6 Mrd. € (31.12.24: 3,5 Mrd. €). Die intensivierten Marketingmaßnahmen, die erfolgreiche Umstellung des Kernbankensystems, mit dem die Kunden wesentliche Prozessschritte digital abwickeln können, sowie die Einführung attraktiver Produkte tragen Früchte. Zu berücksichtigen ist jedoch, dass das Girokonto, welches maßgeblich zum weiteren Wachstum der Kundeneinlagen beitragen soll, erst Ende Juni 2025 auf den Markt gebracht wurde, sodass sich daraus noch keine positiven Effekte ergeben.

Neben dem Privatkundengeschäft trägt auch das Firmenkundengeschäft zum Zinsergebnis bei. Im Rahmen dessen werden vor allem nachhaltige Projekte kreditfinanziert. Da die Kreditvergabe risikogewichtet durch Eigenkapital unterlegt werden muss, stellt das Eigenkapital einen limitierenden Faktor dar. Zusammen mit den Einschränkungen durch einen höheren Kapitalzuschlag agierte die

UmweltBank AG bei der Kreditvergabe zuletzt selektiv. Trotz einer weiterhin hohen Nachfrage ist das Brutto-Kreditneugeschäft daher deutlich auf 40 Mio. € (VJ: 49 Mio. €) zurückgegangen. Zuzüglich der Kredittilgungen und -rückführungen reduzierte sich das ausstehende Kreditvolumen auf 3,21 Mrd. € (31.12.2024: 3,46 Mrd. €). Das Zinsergebnis dürfte daher keine Wachstumsimpulse aus dem Kreditgeschäft erfahren haben.

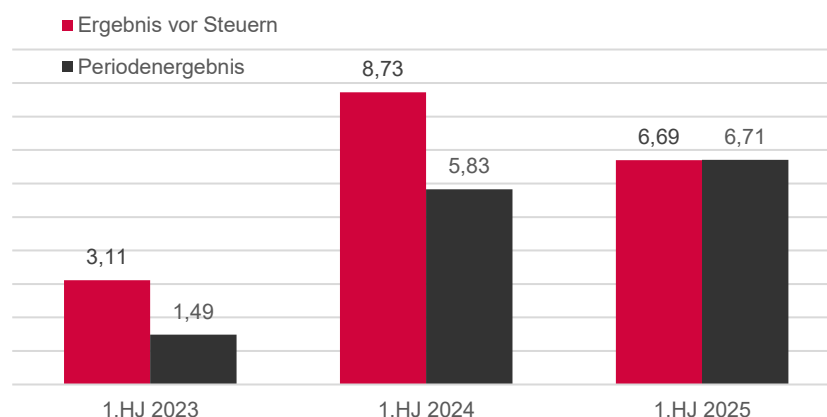
Das **Finanzergebnis** in Höhe von 13,87 Mio. € (VJ: 17,95 Mio. €) profitierte von Gewinnausschüttungen aus dem Verkauf von Immobilien einer Tochtergesellschaft. Im Vorjahreswert waren der Verkauf von vier Windparkbeteiligungen sowie von zwei Immobilienbeteiligungen enthalten. Grundsätzlich plant die Gesellschaft, das Beteiligungsgeschäft bis 2026 vollständig zu veräußern; allerdings sind Beteiligungsverkäufe naturgemäß schwer planbar. Per 31.12.2024 hat die UmweltBank AG Beteiligungsbuchwerte (Anteile verbundener Unternehmen) in Höhe von 65,24 Mio. € aktiviert.

Das **Provisionsergebnis** in Höhe von 3,66 Mio. € (VJ: 2,33 Mio. €) dürfte von einer Verbesserung der Provisionen im Handelsgeschäft profitiert haben. Im ersten Halbjahr 2025 hat die Gesellschaft eine Windkraftanleihe mit einem Volumen von 20 Mio. € platziert. Darüber hinaus wurde im Jahr 2024 der UmweltBank-ETF mit einem Volumen von nahezu 55 Mio. € aufgelegt.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2025

Analog zum starken Ertragsanstieg stieg auch der Gesamtaufwand um 20,3 % auf 35,33 Mio. € (VJ: 29,37 Mio. €). Während der Personalaufwand mit 14,26 Mio. € (VJ: 13,75 Mio. €) in etwa auf Vorjahresniveau lag, erhöhte sich der Verwaltungsaufwand deutlich auf 21,07 Mio. € (VJ: 15,62 Mio. €). Grund hierfür sind unter anderem höhere IT-Investitionen als Grundlage für die Fortsetzung der Transformation und Digitalisierung. Darüber hinaus hat die Gesellschaft ihre Marketingbemühungen verstärkt, um das geplante Einlagenwachstum zu erreichen.

Ergebnisentwicklung auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Im ersten Halbjahr 2025 beläuft sich das Vorsteuerergebnis auf 6,69 Mio. € (VJ: 8,73 Mio. €). Die rückläufige Entwicklung ist dabei insbesondere auf die auf 4,01 Mio. € (VJ: 0,09 Mio. €) gestiegenen Risikozuwendungen für Kundenkredite zurückzuführen.

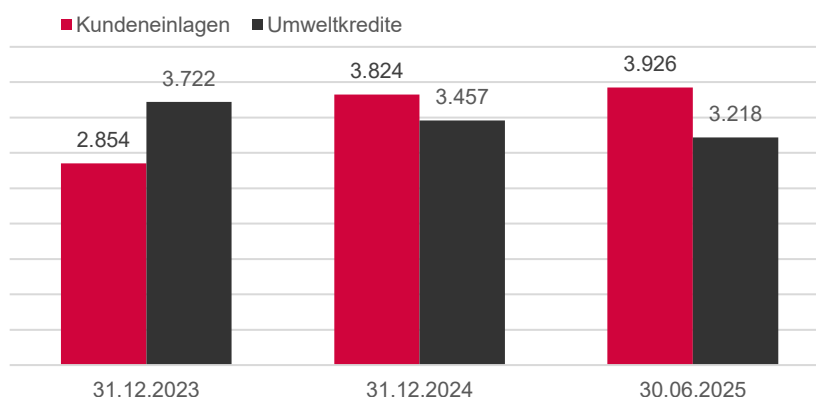
Entwicklung wichtige Bilanzkennzahlen zum 30.06.2025

in Mio. €	31.12.23	31.12.24	30.06.25
Geschäftsvolumen	6.119	6.504	6.492
Bilanzsumme	5.688	6.186	6.247
Kundeneinlagen	2.854	3.824	3.926
Umweltkredite	3.722	3.457	3.218
Eigenmittel, aufsichtsrechtlich	524	505	503
Eigenmittelquote, aufsichtsrechtlich	15,6%	16,4%	15,9%

Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Das Geschäftsvolumen der UmweltBank AG, das sich aus der Bilanzsumme, den Verbindlichkeiten aus Bürgschaften sowie den unwiderruflichen Kreditzusagen zusammensetzt, hat sich in den ersten sechs Monaten des Jahres 2025 seitwärts entwickelt und belief sich zum 30.06.2025 auf 6.492 Mio. € (31.12.2024: 6.504 Mio. €). Auf der Aktivseite haben sich die Umweltkredite zwar infolge des niedrigen Kreditneugeschäftes auf 3.218 Mio. € (31.12.24: 3.457 Mio. €) reduziert. Wir gehen jedoch davon aus, dass die Forderungen gegenüber Kreditinstituten in etwa gleicher Höhe zugenommen haben dürften. Diese Bilanzposition enthält vornehmlich die kurzfristige Anlage überschüssiger Liquidität bei der Deutschen Bundesbank und dürfte angesichts des weiteren Anstiegs der Kundeneinlagen auf 3.926 Mio. € (31.12.24: 3.824 Mio. €) zugenommen haben.

Kundeneinlagen und Kreditvolumen (in Mio. €)



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Das aufsichtsrechtliche Eigenkapital beläuft sich zum 30.06.2025 auf 503 Mio. €, was einer aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalquote von 15,9 % entspricht. Zum 31.12.2024 lag diese Quote noch bei 16,4 %. Trotz des Rückgangs, der aus der Ausweitung der Bilanzsumme resultiert, hält die UmweltBank AG alle aufsichtlichen Kapitalquoten ein. Derzeit liegt diese bei 14,5 %. Unter Einbezug eines aus einem Stressszenario resultierenden P2G-Zuschlags liegt die Eigenmittelempfehlung bei 15,6 %. Die Berechnung der Eigenkapitalquote erfolgte unter Anwendung von CRR III.

PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

in Mio. €	GJ 24	GJ 25e (alt)	GJ 25e (neu)	GJ 26e	GJ 27e
Zinsergebnis	44,95	60,32	60,32	73,74	85,35
Finanzergebnis	12,98	14,20	18,20	5,72	5,80
Provisions- und Handelsergebnis	5,54	9,45	9,45	10,86	11,24
Ergebnis vor Steuern	-8,52	8,37	9,37	16,12	24,19
Ergebnis nach Steuern	0,73	5,69	6,37	10,96	16,45

Quelle: GBC AG

Mit der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen hat die UmweltBank AG ihre Ergebnisprognose für das Jahr 2025 bestätigt. Demnach wird ein Vorsteuerergebnis zwischen 5 Mio. € und 10 Mio. € erwartet. Zwar wurde in den ersten sechs Monaten des Jahres 2025 mit einem Vorsteuerergebnis in Höhe von 6,69 Mio. € die Zielbandbreite erreicht, das Management der UmweltBank AG rechnet für das zweite Halbjahr 2025 jedoch mit einem weiteren Anstieg der Risikovorsorge in einer Bandbreite von 10 bis 15 Mio. €, sodass der Ergebnisbeitrag des zweiten Halbjahres 2025 niedriger ausfallen wird. Dies ist bereits in der Quartalsbetrachtung sichtbar. Während im ersten Quartal 2025 noch ein Vorsteuerergebnis in Höhe von 10,28 Mio. € (Risikovorsorge: 0,02 Mio. €) erzielt wurde, fiel dieses im zweiten Quartal mit -3,58 Mio. € (Risikovorsorge: 3,99 Mio. €) negativ aus.

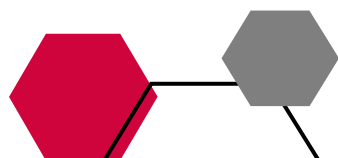
Die UmweltBank AG rechnet dabei weiterhin mit einem deutlichen Anstieg des **Zinsergebnisses** auf 60 bis 65 Mio. €. Grundlage hierfür ist weiterhin die Ausweitung des Kundeneinlagengeschäftes, welches bis Ende 2025 spürbar auf 4,3 Mrd. € (Stand: 30.06.2025, 3,5 Mrd. €) zulegen soll. Einen großen Anteil daran dürfte das im Juni eingeführte Girokonto „UmweltGiro“ haben, dem ein hohes Neukundenpotenzial zugesprochen wird. Darüber hinaus dürfte das Kreditinstitut höhere Cross-Selling-Potenziale ausschöpfen. Zusätzlich setzt die Gesellschaft auf eine kontinuierliche Verbesserung der Positionierung im Treasury-Portfolio. Im Rahmen dessen werden ältere Eigenanlagen mit niedrigerer Zinsmarge in attraktivere Neuanlagen umgeschichtet. Schließlich dürfte das Zinsergebnis von einer leichten Verbesserung im Kreditneugeschäft profitieren.

Beim **Finanzergebnis** liegt hingegen eine Prognoseanpassung vor. Es wird nun in einer Bandbreite von 18 Mio. € bis 20 Mio. € erwartet (bisher: 14 Mio. € bis 16 Mio. €). Da im ersten Halbjahr 2025 bereits ein Finanzergebnis in Höhe von 13,87 Mio. € erzielt wurde, ist die Anhebung nachvollziehbar. Weitere Veräußerungen oder Gewinnausschüttungen der Beteiligungsgesellschaften sollten zu einem entsprechenden Anstieg führen.

Das UmweltBank-Management hat die Guidance des **Provisions- und Handelsergebnisses** (7 Mio. € bis 11 Mio. €) schließlich unverändert gelassen. Steigerungen sollten hier insbesondere durch die Anleiheemission sowie durch ETFs und den Ausbau des Fondsgeschäfts im Wertpapierbereich erreicht werden.

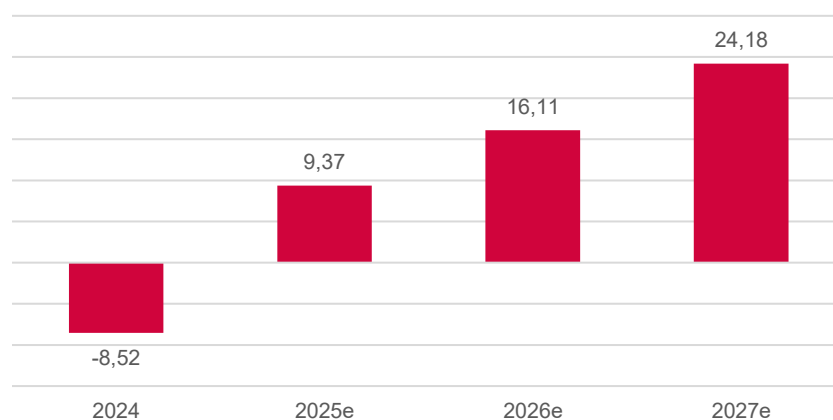
Der Erhöhung der Guidance beim Finanzergebnis stehen höhere erwartete Aufwendungen im Personalbereich und bei anderen Verwaltungsaufwendungen gegenüber. Die Gesellschaft erwartet hier Gesamtkosten in Höhe von 67 Mio. € (bisher: 64 Mio. €). Damit wird die Erhöhung der Ertragsprognose nahezu vollständig durch die Erhöhung der erwarteten Kosten aufgezehrt, sodass die EBT-Guidance unverändert bleibt.

Dies berücksichtigen wir in unseren Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2025 und passen diese damit leicht an. Insgesamt erhöhen wir die EBT-Schätzung



auf 9,37 Mio. € (bisher: 8,37 Mio. €), was am oberen Ende der Guidance-Bandbreite liegt.

EBT-Prognose (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Analog zu den von der Gesellschaft bestätigten Szenarien für das Jahr 2028 behalten wir unsere Schätzungen für die Folgejahre unverändert bei. Die Gesellschaft erwartet, ihren Wachstumskurs bis 2028 fortzusetzen und folglich eine Steigerung der Kundenanzahl auf 500.000 zu erreichen. Dies soll mit einem Anstieg der Kundeneinlagen auf 5,9 Mrd. € einhergehen. Parallel dazu soll das jährliche Neukreditvolumen auf 650 Millionen Euro ansteigen, sodass das Zinsergebnis im Jahr 2028 auf über 100 Mio. € ansteigen soll. Bei einem nur unterproportionalen Kostenanstieg soll die Cost-Income-Ratio auf unter 60 % sinken und die Eigenkapitalrendite (vor Steuern) auf über 12 % steigen.

Am 11. Juli 2027 hat die UmweltBank AG über die Beendigung der Tätigkeit des Bafin-Sonderbeauftragten berichtet. Zwar bleiben die höheren Kapitalanforderungen zunächst noch bestehen, perspektivisch könnte hier aber eine Reduzierung der Kapitalanforderungen erfolgen. Dies würde sich positiv auf die Kreditvergabe auswirken.

SWOT-ANALYSE

Stärken	Schwächen
- Seit der Unternehmensgründung hat die UmweltBank AG eine einzigartige Positionierung mit klarem Nachhaltigkeitsprofil. - Das gesamte Kreditgeschäft ist besichert und daher liegen sehr geringe Rückstellungsquoten vor. - Geplante Steigerung der Privatkundeneinlagen planmäßig umgesetzt und dadurch auch eine deutliche Steigerung des Zinsergebnisses erreicht. - Anlage von Kundeneinlagen bei der EZB erfolgt bei einer Zinsmarge von 100 Basispunkten risikolos. - Mit einer Gesamtkapitalquote von 15,9 % wird die aufsichtsrechtliche Vorgabe übererfüllt und damit liegt ein guter Risikopuffer vor. - Hohe Vertriebskompetenz vorhanden. Der in 2024 gestartete ETF hat ein Volumen von nahezu 55 Mio. € erreicht. - Hohe Barrierefreiheit durch vollständige Digitalisierung von Antragsstrecken auf Basis des neu eingeführten Kernbanksystems.	- Eigenkapitalausstattung ist auch aufgrund höherer Kapitalanforderungen ein limitierender Faktor bei der Kreditvergabe. - Das Einlagengeschäft reagiert flexibler auf Zinsänderungen als das Kreditgeschäft. Steigende Zinsen haben zu einer Reduktion der Zinsmarge geführt. - Im Bankenumfeld herrschen hohe regulatorische Vorgaben, die einen direkten Einfluss auf die Geschäftsentwicklung haben. - In den vergangenen beiden Geschäftsjahren hat die UmweltBank AG aufgrund des rückläufigen Zinsergebnisses jeweils ein negatives Vorsteuerergebnis ausgewiesen. - Steigerung der Gesamterträge in 2024 auf Ebene des Einzelabschlusses vornehmlich aus einer konzerninternen Transaktion erreicht.
Chancen	Risiken
- Bis 2026 soll das Beteiligungsgeschäft vollständig veräußert werden. Damit würde sich der finanzielle Spielraum für die Kreditvergabe verbessern. - Nach Beendigung der Bafin-Sonderuntersuchung könnten sich die Kapitalanforderungen wieder reduzieren. - Einführung des nachhaltigen Girokontos sollte zu einem Anstieg der Kundenanzahl führen und geht mit Cross-Selling-Potenzialen einher. - Ausbau der Anlageberatung sollte ein Wachstum im Wertpapiergeschäft nach sich ziehen. - Effizienz- und Kostenprogramme dürften zu einer relativen Reduktion der Gesamtkosten beitragen. - Ausweitung des Konsortialkreditgeschäftes geht mit einer Verbesserung der RWA einher.	- Größere Kreditinstitute könnten verstärkt in das ESG-Geschäft einsteigen und damit in direkter Konkurrenz zur UmweltBank stehen. - Insbesondere eine rasche Änderung des Zinsumfelds hat einen starken Einfluss auf die Zinsentwicklung der Gesellschaft. - Beteiligungsveräußerungen unter dem Buchwert könnten auf Ebene des Einzelabschlusses zu einem negativen Handelsergebnis führen. - Festsetzung höherer Kapitalzuschläge könnte das Kreditgeschäft erheblich einschränken. - Die Entwicklung des Provisions- und Handelsergebnisses hängt stark vom Vertriebs Erfolg der eigenen Produkte ab.

BEWERTUNG

Für die Bewertung der UmweltBank AG haben wir ein Residual-Einkommens-Modell herangezogen, wobei mittels der Differenz aus Eigenkapitalrendite und Eigenkapitalkosten die Überschussrendite der Schätzperioden bestimmt wird. Dabei haben wir für die Schätzperioden der drei Geschäftsjahre 2025e bis 2027e konkrete Erwartungen hinsichtlich der Jahresüberschüsse und sich daraus ergebenden Veränderungen des Eigenkapitals formuliert. Daraus lassen sich die erwarteten Eigenkapitalrenditen ableiten. Aus der erwirtschafteten Überschussrendite einer Periode lässt sich das Residualeinkommen des Geschäftsjahres ableiten. Die erwarteten Residualeinkommen werden sodann mit den Eigenkapitalkosten auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Zur Bestimmung des Endwertes setzen wir ein Premium auf den aktuellen Buchwert an.

$$\text{Fairer Unternehmenswert} = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ROE_t - r)EK_{t-1}}{(1+r)^t} + \frac{P_T - EK_T}{(1+r)^T}$$

EK = Eigenkapital

P = Premium auf den Buchwert

t= Schätzperiode

ROE = Eigenkapitalrendite

r = Eigenkapitalkosten

T= letzte Schätzperiode

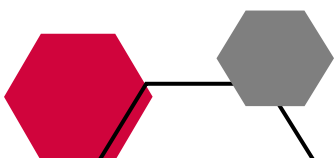
Bestimmung der Kapitalkosten

Der maßgebliche Diskontierungssatz für die Verwendung im Residual-Einkommens-Modell sind die Eigenkapitalkosten. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die Marktrisikoprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 2,50 % (bisher: 2,50 %).

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

Die Beta-Berechnung haben wir aus der historischen Kursdatenbasis der UmweltBank AG (monatliche Kursentwicklung der vergangenen vier Jahre) ermittelt. Als Vergleichsindex haben wir dabei den Kursindex STOXX® Europe 600 Banks herangezogen und in der Regressionsanalyse über einen Zeitraum von fünf Jahren jeweils gemittelt. Auf dieser Basis haben wir ein Beta in Höhe von 0,52 (bisher: 0,52) ermittelt, welches wir zudem gemäß den Arbeiten von Blume bereinigt bzw. geglättet haben. Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 5,34 % (bisher: 5,34 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz).



in Mio. €	31.12.23	31.12.24	31.12.25e	31.12.26e	31.12.27e	Endwert
Eigenkapital	390,77	379,55	385,92	392,50	402,36	
Jahresüberschuss	0,73	0,73	6,37	10,96	16,44	
ROE (nach Steuern)		0,2%	1,66%	2,81%	4,14%	11,12%
Eigenkapitalkosten		5,34%	5,34%	5,34%	5,34%	5,34%
Überschussrendite		-5,14%	-3,67%	-2,52%	-1,20%	5,78%
Buchwert-Faktor		0,04	0,31	0,53	0,77	2,08
Residual-Einkommen		-20,08	-13,95	-9,74	-4,72	445,07

Gemäß unserem Bewertungsmodell sollte die UmweltBank AG in der Lage sein, bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital, ein Return on Equity (nach Steuern) von nachhaltig 11,12 % zu erzielen. Unter der Annahme von Eigenkapitalkosten von 5,34 % sollte im Endwert damit eine nachhaltige Überrendite von 5,78 % oder ein Buchwertfaktor von 2,08 erwirtschaftet werden. Zur Bestimmung des Endwertes haben wir daher ein Premium über den Buchwert in Höhe von 2,08 angesetzt.

Ermittlung fairer Unternehmenswert

Barwert der Residualeinkommen 2025 – 2027	-26,06 Mio. €
Barwert Terminal Value	401,10 Mio. €
Summe der Barwerte	375,04 Mio. €
Ausstehende Aktien	36,06 Mio.
Fairer Unternehmenswert je Aktie	10,40 €

Die Summe der diskontierten Residualerträge ergibt einen Wert von 375,04 Mio. €. Bei einer Anzahl ausstehender Aktien von 36,06 Mio. ergibt sich ein unveränderter fairer Unternehmenswert je Aktie von 10,40 € (bisher: 10,40 €). Auf Basis des aktuellen Aktienkurses vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

ANHANG

I. Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die jeweilige Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet. Ist dies der Fall, so ist dies bei der jeweiligen Studie entsprechend der Notationen angegeben.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.
oder
3. Werden die Studien nicht durch die Emittentin beauftragt, erfolgt die Erstellung der Studien auftragsunabhängig. Die Erstellung erfolgt ebenfalls ohne Beeinflussung durch Dritte.
4. Der Researchreport wird weitreichend verfügbar gemacht und allgemein zugänglich veröffentlicht und nicht nur exklusiv an bestimmte Kunden und Investoren verteilt. Somit ist die Researchstudie ebenfalls als „geringfügige Nicht-Monetäre Zuwendung“ einzustufen und somit MiFIDII compliant.

II. §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen. Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter: <https://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

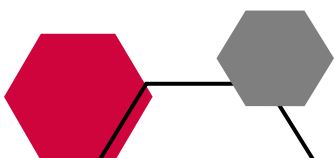
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb



dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

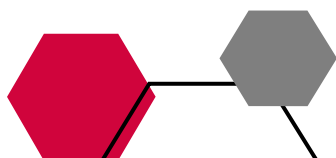
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (1,4,5a,6a,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent



- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studienerstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.
- (11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)
- (12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst
Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

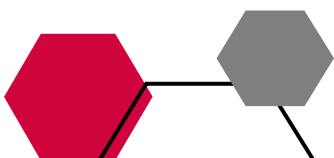
Jörg Grunwald, Vorstand

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENTANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de