

<b>Buy</b> <b>EUR 7,20</b>  <b>Kurs</b> EUR 3,55 <b>Upside</b> 102,8 %	<b>Wertindikatoren:</b> EUR Residual income model 7,23	<b>Warburg Risiko Score:</b> 0,5 Bilanz Score: 1,0 Markt Liquidität Score: 0,0	<b>Beschreibung:</b> Direktbank mit Fokus auf nachhaltigem Geschäft mit Privat- und Firmenkunden
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 147 Aktienanzahl (Mio.): 41 Freefloat MC: 125 Ø Trad. Vol. (30T): 26,17 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 85,00 % GLS Bank 15,00 %	<b>Kennzahlen (WRe):</b> 2025e KBV: 0,5 x EK-Quote: 4 %

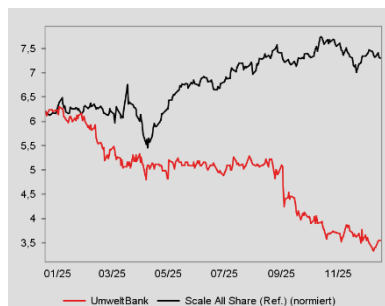
## Fortschritte beim Kunden- und Einlagenwachstum in Q4 erwartet

- Nach einer sehr starken operativen Performance nach neun Monaten mit einem deutlichen Ertragsanstieg von 32% auf rund EUR 65 Mio. und einem EBT von EUR 9,1 Mio. ist die UmweltBank auf dem besten Weg, ihre EBT-Prognose für das Geschäftsjahr von EUR 5-10 Mio. zu erreichen. Nach einer Risikovorsorge von nur EUR 4 Mio. nach neun Monaten verfügt die Bank über einen komfortablen Puffer für ihre angestrebte Guidance von EUR 10-15 Mio. für die Risikovorsorge. Wir erwarten für 2025 eine konservative Risikovorsorge in Höhe von EUR 12,8 Mio., obwohl wir davon ausgehen, dass die Kreditqualität mit einer geschätzten Vorsorge von 39 Basispunkten auf Basis des Kreditvolumens weiterhin gut ist. Da die Erlöse in Q4 aufgrund eines höheren Finanzergebnisses als in Q3 – bedingt durch den geplanten Abbau von Beteiligungen (Immobilien) – voraussichtlich wieder steigen, sollte die Guidance von EUR 80-90 Mio. erreicht werden. Bei einer leicht steigenden Kostenbasis gegenüber Q3 halten wir unsere EBT-Schätzung von EUR 7,5 Mio. daher für gut erreichbar.
- Trotz der guten Ergebnisse und der positiven Erlösentwicklung wurden die Q3-Zahlen angesichts der geringen Dynamik beim Kunden- und Einlagenwachstum eher kritisch gesehen (siehe unten). Unserer Ansicht nach gab es nachvollziehbare Gründe für die geringere Dynamik. Zum einen lag der Fokus in Q3 auf der Einführung des Ankerprodukts Girokonto. Dieses dürfte aber in den kommenden Jahren zunehmend an Bedeutung gewinnen, insbesondere im Hinblick auf die Generierung zusätzlicher Erträge in Form von Provisionsüberschüssen, kostengünstigen Sichteinlagen von Kunden zur Refinanzierung des Kreditgeschäfts sowie weiteren Cross-Selling-Erträgen (Wertpapiergeschäft). Darüber hinaus wurden die Marketingaktivitäten aus saisonalen Gründen erst in Q4 intensiviert, sodass wir für Q4 eine Verbesserung des Kunden- und Einlagenwachstums erwarten. Wir halten ein Kundenwachstum von bis zu 20.000 sowie ein Einlagenwachstum von EUR 350 Mio. in Q4 für erreichbar, womit unsere Jahresendprognose von 181.000 Kunden und EUR 3,9 Mrd. an Privatkundeneinlagen (9M: EUR 3,6 Mrd.) nahezu erreicht würde.

### Core figures Retail banking

	FY 2023	Q1/24	H1/24	9M/24	FY 2024	Q1/25	H1/25	9M/25
Customers	131,678	139,767	145,207	149,466	154,878	159,475	160,771	161,038
New customers (net)	-479	8,089	13,529	9,699	23,200	4,597	5,893	6,160
Total deposits (Retail & Corporate) in EUR m	2,854	2,854	3,444	3,666	3,824	3,928	3,926	3,877
Ø Deposit volume in EUR k per customer	21.7	20.4	23.7	24.5	24.7	24.6	24.4	24.1
Total securities deposit volume in EUR m	687	675	632	607	620	554	579	564
Ø Securities deposit volume in EUR k per customer	5.2	4.8	4.4	4.1	4.0	3.5	3.6	3.5
Volume in UmweltBank funds in EUR million	151	135	131	150	152	164	176	259

Fortsetzung auf der nächsten Seite



### Rel. Performance vs Scale All Share

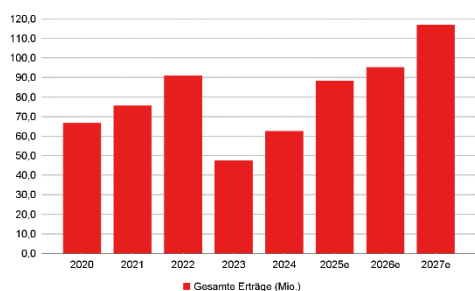
1 Monat:	-4,3 %
6 Monate:	-38,3 %
Jahresverlauf:	-61,5 %
Letzte 12 Monate:	-58,9 %

### Unternehmenstermine:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (24-27e)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Gesamte Erträge</b>	23,2 %	75,7	90,9	47,6	62,6	88,3	95,3	117,0
Ertragswachstum		13,3 %	20,2 %	-47,7 %	31,7 %	41,0 %	7,9 %	22,8 %
<b>Verwaltungsaufwd.</b>	4,5 %	34,6	42,2	57,8	67,5	68,0	72,0	77,1
<b>Risikovorsorge</b>		-3,0	-9,6	4,7	-3,6	-12,8	-6,5	-6,9
<b>EBT</b>	-	38,1	39,2	-5,6	-8,5	7,5	16,8	33,0
<b>Nettoergebnis</b>	215,6 %	19,4	19,5	0,7	0,7	7,5	16,9	23,1
<b>EPS</b>	201,9 %	0,55	0,55	0,02	0,02	0,20	0,41	0,56
<b>DPS</b>	-	0,33	0,33	0,00	0,00	0,10	0,15	0,15
Dividendenrendite		1,8 %	2,1 %	n.a.	n.a.	2,8 %	4,2 %	4,2 %
<b>Buchwert je Aktie</b>		6,92	7,19	6,99	6,92	6,73	7,20	7,76
<b>KBV</b>		2,6 x	2,1 x	1,5 x	0,9 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x
<b>KBV (UBK)</b>		0,3 x	0,3 x	0,3 x	0,3 x	0,4 x	0,3 x	0,3 x
<b>KGV</b>		32,8 x	28,1 x	538,9 x	315,3 x	17,8 x	8,7 x	6,3 x
<b>ROE v. St. (Ø EM)</b>		11,3 %	10,0 %	-1,4 %	-2,2 %	1,9 %	4,0 %	7,5 %
<b>ROE (Ø EM)</b>		5,8 %	5,0 %	0,2 %	0,2 %	1,9 %	4,1 %	5,3 %
<b>RoRWA</b>		0,7 %	0,6 %	0,0 %	0,0 %	0,2 %	0,5 %	0,7 %
<b>CIR</b>		45,7 %	46,4 %	121,6 %	107,8 %	77,0 %	75,6 %	65,9 %
<b>CIR (UBK)</b>		47,6 %	51,8 %	110,7 %	114,4 %	90,0 %	81,1 %	70,0 %
<b>CET I Ratio</b>		9,5 %	11,5 %	11,6 %	12,3 %	12,6 %	12,7 %	12,9 %
<b>Tier One Ratio</b>		10,4 %	12,3 %	12,4 %	13,1 %	13,4 %	13,4 %	13,7 %
<b>GK-Quote</b>		14,0 %	15,7 %	15,6 %	16,4 %	16,5 %	16,4 %	16,5 %
<b>Guidance:</b>		2025: EBT von 5-10 Mio. EUR; 2028: ROE vor Steuern of >12%						

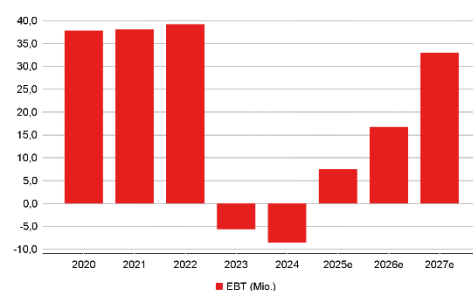
- Wir erwarten für das Gesamtjahr ein Neugesäftsvolumen im Segment Firmenkunden von insgesamt rund EUR 190 Mio. Dies liegt knapp unter dem unteren Ende der Guidance von EUR 200-250 Mio., nachdem nach 9M aufgrund der Kapitalquote lediglich ein Volumen von EUR 73 Mio. vergeben wurde. Die von uns erwartete geringere Dynamik ist auf die u.E. erst spät im Jahr gewonnene Flexibilität bei den Kapitalressourcen zurückzuführen. Die im September durchgeführte Kapitalerhöhung hat dem Unternehmen inzwischen jedoch den notwendigen Puffer zur Einhaltung der regulatorischen Mindestanforderungen verschafft und ihm ermöglicht, sowohl im Kreditgeschäft als auch beim Aufbau des Depot-A-Geschäfts wieder an Flexibilität zu gewinnen. Nach neun Monaten lag der Puffer für die Gesamtkapitalquote ohne Berücksichtigung der Kapitalerhöhung bei 67 Basispunkten. Unter Berücksichtigung der Kapitalerhöhung dürfte sich die Gesamtkapitalquote um rund 70 Basispunkte verbessert haben, und auch der Puffer dürfte um diesen Betrag gestiegen sein. Unter Berücksichtigung der Beschleunigung des Kreditneugesäfts rechnet das Management für 2025 mit einer Gesamtkapitalquote von ~16,5%. Unserer Ansicht nach schafft dies auch die Voraussetzungen dafür, dass in H1 2026 ein deutlich höheres Neugesäftsvolumen (WRe: EUR 110 Mio.) gewährt wird (H1 2025: EUR ~40 Mio.), wodurch bereits in H1 zusätzliche Zinserträge für das Gesamtjahr generiert werden.
- Wir halten die aktuelle Kursentwicklung der Aktie für fundamental ungerechtfertigt, da das Unternehmen in den vergangenen zwei Jahren einen überzeugenden Turnaround vollzogen hat. Mit der erfolgreichen Einführung eines neuen Kernbankensystems, der klaren Formulierung einer unserer Meinung nach sehr plausiblen Unternehmensstrategie und der Verbesserung der Kapitalquote hat das Unternehmen die Voraussetzungen für profitables Wachstum geschaffen. Dieses dürfte sich nun schrittweise in der Gewinn- und Verlustrechnung widerspiegeln und zu einer steigenden Eigenkapitalrendite führen. Die Erweiterung und Optimierung der Produktpalette durch die Einführung der Anlageberatung, den Ausbau des Brokerage-Geschäfts und die mögliche Einführung der Baufinanzierung könnte zusätzliche Ertragsdynamik generieren. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung mit einem Kursziel von EUR 7,20 auf Basis unseres Residual Income-Modells.

### Entwicklung operative Erträge in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

### Entwicklung EBT in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

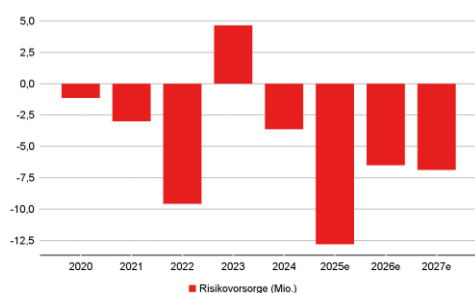
## Unternehmenshintergrund

- Die UmweltBank hat sich als fokussierte Direktbank mit einem klaren Nachhaltigkeitsanspruch positioniert und bietet seit ihrer Gründung (1997) nachhaltige Produkte und Dienstleistungen an. Der IPO erfolgte im Jahr 2001.
- Die Bank unterteilt ihre Geschäftstätigkeit in die Segmente Privatkundengeschäft, Firmenkundengeschäft und Beteiligungen. Das Privatkundengeschäft wird in den kommenden Jahren voraussichtlich deutlich wachsen.
- Im Bereich Privatkunden bietet die Bank ihren über 150k Kunden traditionelle Produkte wie Tagesgeld- und Festgeldkonto und seit 6/2025 auch das Girokonto an.
- Die Finanzierung ökologischer & nachhaltiger Projekte in den Bereichen erneuerbare Energien sowie soziale & nachhaltige Immobilien steht im Fokus des Firmenkundengeschäfts der UmweltBank und ist Kernkompetenz der Bank.
- Das in der Niedrigzinsphase aufgebaute Beteiligungsportfolio an den i.d.R. auch finanzierten Projekten (Erneuerbare Energien und Immobilien) soll bis 2026 sukzessive veräußert werden sollen, um Eigenkapital freizusetzen.

## Wettbewerbsqualität

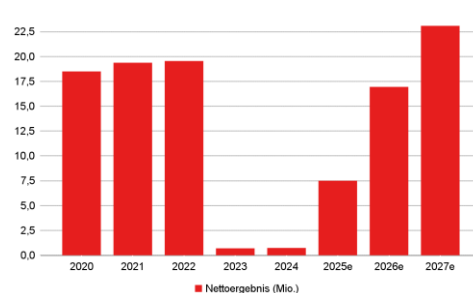
- Der Name UmweltBank steht für nachhaltige Bankprodukte und -dienstleistungen. Eine hohe Glaubwürdigkeit der Bank stellt einen USP im Vergleich zu anderen Banken dar.
- Die geringe Komplexität der Bank ermöglicht eine höhere Flexibilität des Managements in den Entscheidungsprozessen, was eine schnellere Reaktion auf Marktveränderungen und Kundenansprüche erlaubt.
- Die langjährigen Kundenbeziehungen sowie Faktoren wie eine hohe fachliche Expertise, Flexibilität und Sicherheit bei der Vergabe einer nachhaltigen Finanzierung ermöglichen eine hohe Kundennachfrage.
- Durch die gezielte Einführung von neuen Produkten, hohem Cross-Selling Potential und einem erwarteten dynamischen Kundenwachstum sollte die Profitabilität der UmweltBank in den nächsten Jahren deutlich verbessert werden.
- Die Preisgestaltung der Produkte erfolgt unter dem Fokus Wettbewerbsfähigkeit und Profitabilität, um nach einer starken Wachstumsphase die attraktive ROE-Zielgröße von über 12% beim ROE vor Steuern zu erreichen.

### Entwicklung LLPs in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

### Entwicklung Jahresüberschuss in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Residual income model

Figures in EUR m	Detailed forecast period			Transitional period										TV
	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	2037e	
Equity beginning of period	380	407	427	450	478	505	529	555	583	607	633	660	689	1.5% 70 100.0%
Equity end of period	407	427	450	478	505	529	555	583	607	633	660	689	719	
Net income	7	17	23	35	39	44	48	52	55	59	63	66	70	
yoy		126%	36%	53%	12%	10%	9%	8%	8%	7%	6%	6%	5%	
Dividends paid	4	6	6	8	12	20	22	24	31	33	36	38	40	
Payout ratio	562%	83%	37%	33%	33%	50%	50%	50%	60%	60%	60%	60%	60%	
Return on equity	1.9%	4.1%	5.3%	7.6%	8.0%	8.4%	8.8%	9.1%	9.3%	9.5%	9.7%	9.8%	9.9%	
Cost of Equity	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	
Excess return	-30	-23	-19	-9	-8	-6	-5	-3	-2	-1	0	1	1	
Discount factor	0.97	0.88	0.81	0.73	0.67	0.61	0.56	0.51	0.46	0.42	0.38	0.35	0.32	
Present value	-29	-20	-15	-7	-5	-4	-3	-2	-1	0	0	0	0	4
Share of PVs	79%			26%										-5%

Model parameter			
Derivation of Cost of equity:		Derivation of Beta:	
		Financial Strength	1.50
		Liquidity	1.40
		Cyclicality	1.10
Market return	8.3%	Transparency	1.30
Risk free rate	2.8%	Others	1.00
Cost of Equity	9.68%	Beta	1.26

Valuation (m)			
PV terminal value		4	
Sum PVs until 2037e		-85	
Current book value		380	
Equity value		299	
	No. Of shares (m)		41.28
	Value per share		7.23

Sensitivity Value per share (EUR)								
LTG								
Beta	CoE	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
1.40	10.4%	7.16	7.19	7.22	7.25	7.29	7.33	7.38
1.35	10.2%	7.15	7.18	7.21	7.24	7.28	7.33	7.38
1.31	9.9%	7.14	7.17	7.20	7.24	7.28	7.32	7.37
1.26	9.7%	7.13	7.16	7.19	7.23	7.27	7.32	7.37
1.21	9.4%	7.12	7.15	7.19	7.22	7.27	7.32	7.37
1.17	9.2%	7.11	7.14	7.18	7.22	7.26	7.31	7.37
1.12	8.9%	7.10	7.14	7.17	7.21	7.26	7.31	7.37

Source: Warburg Research

...

## Peer Group

Unternehmen Kurse in lokaler Währung	Kurs	KGV		P / B		EPS CAGR (24-27e)
		25e	26e	25e	26e	
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	19,19	10,9	9,9	1,9	1,8	9,2 %
Banco Santander	9,87	11,0	10,0	1,4	1,3	13,1 %
Commerzbank	35,05	14,5	11,6	1,3	1,2	19,0 %
Credit Agricole	17,40	7,9	7,5	0,7	0,7	4,3 %
Danske Bank	41,38	11,4	11,0	1,4	1,4	2,5 %
Deutsche Bank	31,65	10,7	9,7	1,0	0,9	15,3 %
ING Groep NV	23,43	11,6	10,1	1,4	1,3	10,6 %
Intesa Sanpaolo	5,83	10,7	9,9	1,6	1,6	8,2 %
Nordea Bank Abp	66,05	-	-	-	-	-
Svenska Handelsbanken	11,93	11,3	11,9	1,3	1,3	-3,4 %
UniCredit	70,50	10,2	9,6	1,6	1,5	11,1 %
Mittelwert		11,0	10,1	1,4	1,3	9,0 %
Median		10,9	10,0	1,4	1,3	
<b>UmweltBank</b>	<b>3,55</b>	<b>17,8</b>	<b>8,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	
Delta zum Median		63,4 %	-13,2 %	-62,8 %	-63,3 %	

...

## Wertermittlung

	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Betriebsergebnis / Aktienanzahl	0,92	0,95	-0,14	-0,21	0,18	0,41	0,80
Buchwert je Aktie	6,92	7,19	6,99	6,92	6,73	7,20	7,76
Dividende	0,33	0,33	0,00	0,00	0,10	0,15	0,15
Ausschüttungsquote	60,4 %	60,2 %	0,0 %	0,0 %	50,2 %	36,5 %	26,8 %
KGV	32,8 x	28,1 x	538,9 x	315,3 x	17,8 x	8,7 x	6,3 x
KBV	2,6 x	2,1 x	1,5 x	0,9 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x
P / NAVPS	1,7 x	1,4 x	1,0 x	0,6 x	0,4 x	0,3 x	0,3 x

\*Adjustiert um:

## Unternehmensspezifische Kennzahlen

	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Bewertungsergebnis	0	0	0	0	1	1	1
Provisions- und Handelsergebnis	9	9	9	6	9	12	21
Einstellung Rücklagen gemäß § 340g HGB	-6	-11	5	12	0	0	0
Fonds für allgemeine Bankrisiken	135	146	142	130	130	130	130
ROE v. Steuern (Ø EM)	11,3 %	10,0 %	-1,4 %	-2,2 %	1,9 %	4,0 %	7,5 %
ROE (Ø EM)	5,8 %	5,0 %	0,2 %	0,2 %	1,9 %	4,1 %	5,3 %
Eigenmittel	427	504	524	505	524	541	564
Brutto-Kreditneugeschäft	845	623	459	250	190	323	420
CIR (UBK)	47,6 %	51,8 %	110,7 %	114,4 %	90,0 %	81,1 %	70,0 %
KBV (UBK)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3

## Consolidated profit and loss

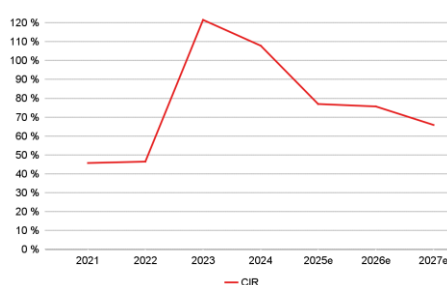
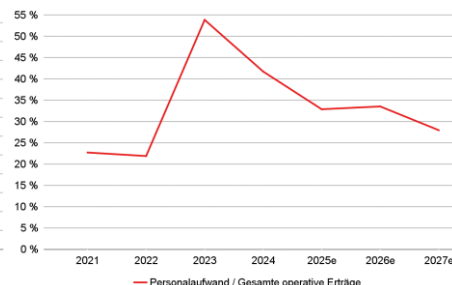
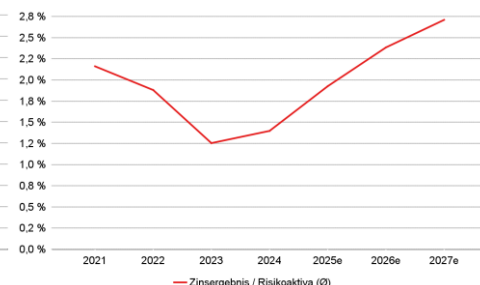
In EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Zinsergebnis	63,2	58,8	41,1	44,9	60,3	77,2	90,8
Bewertungsergebnis	0,3	-0,3	0,1	0,1	1,2	1,0	1,0
Provisionsüberschuss	5,4	7,1	8,5	5,5	8,5	12,1	21,2
Handelsergebnis	4,0	2,3	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageergebnis	3,0	24,8	-2,6	13,0	18,5	6,0	5,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	0,1	-2,0	0,1	-0,8	1,0	0,0	0,0
<b>Gesamte Erträge</b>	<b>75,7</b>	<b>90,9</b>	<b>47,6</b>	<b>62,6</b>	<b>88,3</b>	<b>95,3</b>	<b>117,0</b>
Verwaltungsaufw.	34,6	42,2	57,8	67,5	68,0	72,0	77,1
davon Personalaufwand	17,2	19,9	25,6	26,1	29,0	31,9	32,7
Risikoversorge	-3,0	-9,6	4,7	-3,6	-12,8	-6,5	-6,9
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>38,1</b>	<b>39,2</b>	<b>-5,6</b>	<b>-8,5</b>	<b>7,5</b>	<b>16,8</b>	<b>33,0</b>
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Restrukturierungsaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>38,1</b>	<b>39,2</b>	<b>-5,6</b>	<b>-8,5</b>	<b>7,5</b>	<b>16,8</b>	<b>33,0</b>
Steuern gesamt	-12,7	-8,7	1,8	-2,8	0,0	0,2	-9,9
Einstellung Rücklagen gemäß § 340g HGB	-6,0	-11,0	4,5	12,0	0,0	0,0	0,0
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>19,4</b>	<b>19,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>7,5</b>	<b>16,9</b>	<b>23,1</b>
Aktienanzahl	35,4	35,7	35,7	36,1	41,3	41,3	41,3
<b>EPS</b>	<b>0,55</b>	<b>0,55</b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>	<b>0,20</b>	<b>0,41</b>	<b>0,56</b>

\*Adjustiert um:

Guidance: 2025: EBT von 5-10 Mio. EUR; 2028: ROE vor Steuern of &gt;12%

## Financial Ratios

	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Operating Efficiency</b>							
Gesamte operative Erträge pro Mitarbeiter	253,1	273,9	134,4	201,4	255,9	276,2	346,0
Personalaufwand pro Mitarbeiter	57,4	59,9	72,4	84,0	84,1	92,5	96,7
Betriebsergebnis pro Mitarbeiter	127,4	118,1	-15,8	-27,4	21,9	48,6	97,6
Kunden	130.000	132.000	132.000	155.000	190.000	250.000	340.000
<b>Rentabilität</b>							
CIR	45,7 %	46,4 %	121,6 %	107,8 %	77,0 %	75,6 %	65,9 %
Personalaufwand / Gesamte operative Erträge	22,7 %	21,9 %	53,9 %	41,7 %	32,9 %	33,5 %	28,0 %
Zinsergebnis / Kreditvolumen (Ø)	1,9 %	1,6 %	1,1 %	1,3 %	1,8 %	2,2 %	2,5 %
Zinsergebnis / Risikoaktiva (Ø)	2,2 %	1,9 %	1,3 %	1,4 %	1,9 %	2,4 %	2,7 %
Betriebsergebnis / Gesamte operative Erträge	50,3 %	43,1 %	-11,8 %	-13,6 %	8,5 %	17,6 %	28,2 %
Betriebsergebnis / Bilanzsumme (Aktiva)	0,6 %	0,7 %	-0,1 %	-0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,4 %
Jahresüberschuss / Gesamte operative Erträge	25,6 %	21,5 %	1,5 %	1,2 %	8,5 %	17,8 %	19,7 %
EBT / Bilanzsumme (Aktiva)	0,6 %	0,7 %	-0,1 %	-0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,4 %
<b>Momentum</b>							
Ertragswachstum	13,3 %	20,2 %	-47,7 %	31,7 %	41,0 %	7,9 %	22,8 %
Betriebsergebnis Wachstum	0,6 %	3,0 %	-114,3 %	52,0 %	-188,5 %	122,5 %	96,6 %
Jahresüberschuss Wachstum	4,7 %	0,9 %	-96,4 %	5,4 %	920,9 %	126,0 %	36,3 %

CIR  
in %Personalaufwandsquote  
in %Netto-Zinsmarge  
in % der durchschn. RWA

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

## Consolidated balance sheet

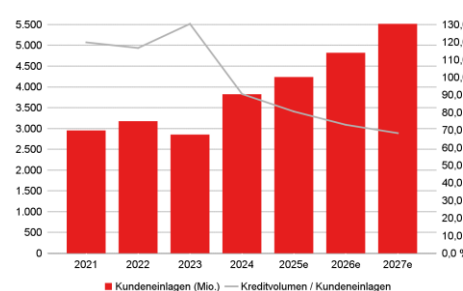
In EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Aktiva</b>							
Barreserve	814	333	116	39	265	199	136
Finanzanlagen	1.972	2.433	2.085	828	836	844	853
Forderungen an Kreditinstitute	13	3	11	2.025	2.127	2.403	2.703
Forderungen an Kunden	3.073	3.139	3.357	3.149	3.243	3.503	3.836
Risikovorsorge	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sachanlagen	47	58	86	108	109	93	95
Immaterielle Vermögensgegenstände	1	1	1	1	1	1	1
Ertragssteueransprüche	2	4	12	21	21	21	21
Sonstige Vermögensgegenstände	8	10	21	16	16	17	18
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>5.928</b>	<b>5.981</b>	<b>5.688</b>	<b>6.186</b>	<b>6.618</b>	<b>7.081</b>	<b>7.663</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	35	36	36	36	41	41	41
Kapitalrücklage	102	105	109	109	124	124	124
Gewinnrücklagen	95	103	104	105	105	115	132
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	13	13	1	1	7	17	23
<b>Buchwert</b>	<b>245</b>	<b>257</b>	<b>249</b>	<b>250</b>	<b>278</b>	<b>297</b>	<b>320</b>
Fonds für allgemeine Bankrisiken	135	146	142	130	130	130	130
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0
<b>Eigenkapital</b>	<b>380</b>	<b>403</b>	<b>391</b>	<b>380</b>	<b>407</b>	<b>427</b>	<b>450</b>
Hybrid und Nachrangkapital	132	132	134	134	137	140	143
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	2.441	2.248	2.279	1.808	1.826	1.844	1.937
Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	2.954	3.176	2.854	3.824	4.207	4.628	5.090
Rückstellungen	15	16	18	17	17	18	18
Sonstige Verbindlichkeiten	6	6	13	22	23	24	25
<b>Verbindlichkeiten (gesamt)</b>	<b>5.683</b>	<b>5.725</b>	<b>5.439</b>	<b>5.936</b>	<b>6.340</b>	<b>6.784</b>	<b>7.343</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>5.928</b>	<b>5.981</b>	<b>5.688</b>	<b>6.186</b>	<b>6.618</b>	<b>7.081</b>	<b>7.663</b>

## Financial Ratios

	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Bilanzstruktur</b>							
Kreditvolumen / Bilanzsumme (Aktiva)	59,8 %	61,9 %	65,4 %	55,9 %	51,6 %	49,7 %	49,1 %
Kundeneinlagen / Bilanzsumme (Aktiva)	49,8 %	53,1 %	50,2 %	61,8 %	64,0 %	68,1 %	72,0 %
Kreditvolumen / Kundeneinlagen	119,9 %	116,6 %	130,4 %	90,4 %	80,6 %	72,9 %	68,2 %
<b>Assets quality</b>							
Kreditvolumen	3.543	3.703	3.722	3.457	3.414	3.516	3.763
Ertraglos gestellte Forderungen (NPL) / Kreditvolumen	0,4 %	0,4 %	0,4 %	3,5 %	3,2 %	2,5 %	1,8 %
Risikovorsorge (GuV) / Kreditvolumen (Ø)	0,1 %	0,3 %	-0,1 %	0,1 %	0,4 %	0,2 %	0,2 %
<b>Risiko &amp; Kapital</b>							
Risikoaktiva	3.043	3.206	3.356	3.080	3.181	3.292	3.408
CET I Ratio	9,5 %	11,5 %	11,6 %	12,3 %	12,6 %	12,7 %	12,9 %
Tier One Ratio	10,4 %	12,3 %	12,4 %	13,1 %	13,4 %	13,4 %	13,7 %
Gesamtkapitalquote	14,0 %	15,7 %	15,6 %	16,4 %	16,5 %	16,4 %	16,5 %
<b>Rentabilität</b>							
EBT / Buchwert (Ø)	18,7 %	15,6 %	-2,2 %	-3,4 %	2,9 %	5,8 %	10,7 %
RoE (net)	9,5 %	7,8 %	0,3 %	0,3 %	2,8 %	5,9 %	7,5 %
RoRWA	0,7 %	0,6 %	0,0 %	0,0 %	0,2 %	0,5 %	0,7 %

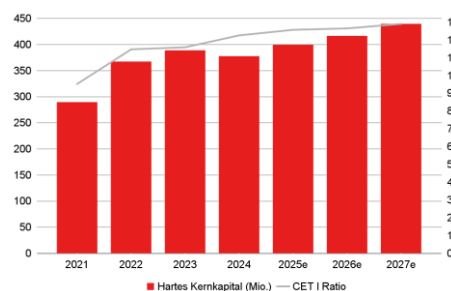
## Kundeneinlagen &amp; LtD-Ratio

in Mio. EUR; in %



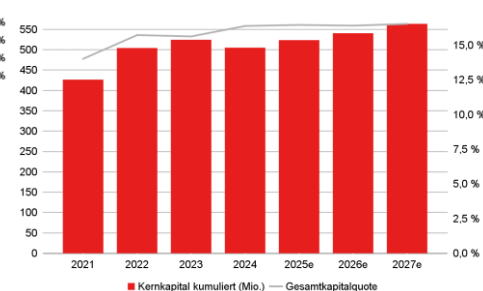
## Kernkapital I

in Mio. EUR



## Gesamte Eigenmittel

in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research



**RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER**

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH erstellt und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben. Seit dem 01.12.2025 ist die Warburg Research GmbH eine 100%-Tochter der Münchmeyer Petersen Capital Markets GmbH (MPCM), die wiederum im alleinigen Eigentum der MPC Münchmeyer Petersen & Co. GmbH steht. Bis zum 30. November 2025 stand die Warburg Research GmbH im Alleineigentum der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA. Auf Basis eines Kooperationsvertrages erbringt die Warburg Research GmbH Research-Dienstleistungen an die M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA. Dazu zählt insbesondere die Verpflichtung der Warburg Research GmbH, Researchmaterial für die bearbeiteten Unternehmen und die als Ergebnis dieser Research-Leistungen erstellten Research Reports regelmäßig in englischer und teilweise deutscher Sprache in Dateiform zur weiteren Verwendung und Weiterleitung an die Kunden der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA zur Verfügung zu stellen. Dieser Research Report ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt und darf nicht ohne deren vorherige Zustimmung an ein anderes Unternehmen weitergegeben werden, unabhängig davon, ob es zum gleichen Konzern gehört oder nicht. Er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten („Information“), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der MPCM oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, MPCM und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, MPCM und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Anlageempfehlungen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Anlageempfehlung mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, MPCM und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Anlageempfehlung im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der MPCM und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, MPCM und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, MPCM und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Anlageempfehlung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der MPCM, der Warburg Research GmbH oder mit diesen verbundener Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Anlageempfehlung enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Die in diesem Research-Bericht zum Ausdruck gebrachten Ansichten spiegeln die persönlichen Ansichten des Research-Analysten über die jeweiligen Wertpapiere und Emittenten korrekt wider. Sofern im Research-Bericht nicht anders angegeben, war, ist oder wird kein Teil der Vergütung des Research-Analysten direkt oder indirekt mit den spezifischen Empfehlungen oder Ansichten im Research-Bericht verbunden sein. Alle Rechte vorbehalten.

**URHEBERRECHTE**

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

**ERKLÄRUNG GEMÄß § 85 WPHG/MAR/MIFID II EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNGEN (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565**

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, NAV, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell (siehe auch <http://www.mmwarburg.de/disclaimer/disclaimerG.htm#Bewertung>). Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Es wurden zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählt unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von MPCM und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte der Warburg Research GmbH in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens der Warburg-Gruppe.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Anlageempfehlung angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

**QUELLEN**



---

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle **kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen** von FactSet.

---

## Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland, einer 100%-Tochter der MPCM, Deutschland. Die Warburg Research GmbH ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealers.

2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.

3. Crédit Industriel et Commercial (CIC) und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA haben ein Research Distribution Agreement abgeschlossen, das CIC Market Solutions Inc. die exklusive Verbreitung des Research-Produkts der Warburg Research GmbH in Frankreich, den USA und Kanada sichert.

4. Die Research Reports werden in den USA von CIC gemäß einer Vereinbarung nach SEC Rule 15a-6 mit CIC Market Solutions Inc. („CICI“), einem in den USA registrierten Broker-Dealer und einem mit CIC verbundenen Unternehmen, verbreitet und ausschließlich an Personen verteilt, die als „große institutionelle US-Investoren“ gemäß der Definition in SEC Rule 15a-6 des Securities Exchange Act von 1934 gelten.

5. Personen, die keine großen institutionellen US-Investoren sind, dürfen sich nicht auf diese Kommunikation stützen. Die Verteilung dieses Research Reports an eine Person in den USA stellt weder eine Empfehlung zur Durchführung von Transaktionen mit den hierin besprochenen Wertpapieren noch eine Billigung der hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen dar.

## Hinweis gem. § 85 WpHG und Art. 20 MAR auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

- 1- Die Warburg Research GmbH, die MPCM, die M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder mit diesen im Sinne des § 271 Abs. 2 HGB verbundene Unternehmen („verbundene Unternehmen“) oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind.
- 3- Verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- Ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.
- 6a- Verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- Verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.
- 6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals eines verbundenen Unternehmens.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
UmweltBank	5	<a href="https://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005570808.htm">https://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005570808.htm</a>

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	<b>Kaufen:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	<b>Halten:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	<b>Verkaufen:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
“-“	<b>Empfehlung ausgesetzt:</b>	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

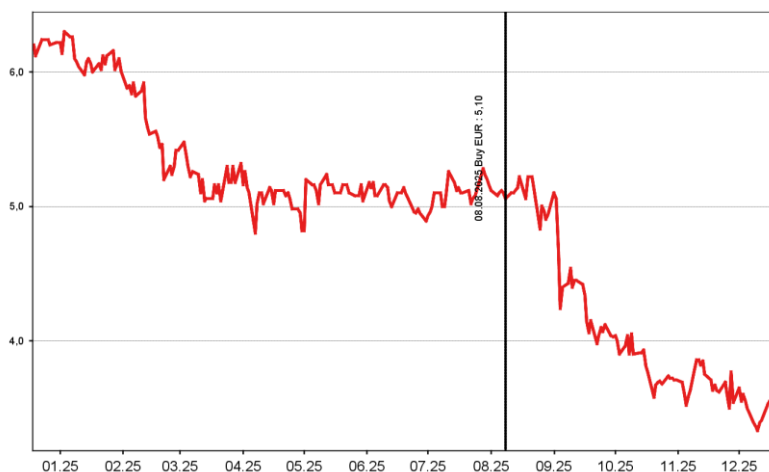
**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	139	69
Halten	52	26
Verkaufen	6	3
Empf. ausgesetzt	4	2
<b>Gesamt</b>	<b>201</b>	<b>100</b>

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...**

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Wertpapierdienstleistungen durch die M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	36	71
Halten	12	24
Verkaufen	1	2
Empf. ausgesetzt	2	4
<b>Gesamt</b>	<b>51</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [UMWELTBANK] AM [18.12.2025]**


Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

## EQUITIES

**Matthias Rode** +49 40 3282-2678  
Head of Equities mrode@mmwarburg.com

## RESEARCH

**Henner Rüschemeyer** +49 40 309537-270  
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

**Stefan Augustin** +49 40 309537-168  
Cap. Goods, Engineering saugustin@warburg-research.com

**Christian Cohrs** +49 40 309537-175  
Industrials & Transportation ccohrs@warburg-research.com

**Felix Ellmann** +49 40 309537-120  
Software, IT fellmann@warburg-research.com

**Jörg Philipp Frey** +49 40 309537-258  
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

**Fabio Hölscher** +49 40 309537-240  
Automobiles, Car Suppliers fhoelscher@warburg-research.com

**Philipp Kaiser** +49 40 309537-260  
Real Estate, Construction pkaiser@warburg-research.com

**Thilo Kleibauer** +49 40 309537-257  
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

**Andreas Pläsier** +49 40 309537-246  
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

**Malte Schaumann** +49 40 309537-170  
Technology mschaumann@warburg-research.com

**Oliver Schwarz** +49 40 309537-250  
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

**Simon Stippig**

Real Estate, Telco

**Marc-René Tonn**

Automobiles, Car Suppliers

+49 40 309537-265  
sstippig@warburg-research.com

+49 40 309537-259  
mtonn@warburg-research.com

## INSTITUTIONAL EQUITY SALES

**Klaus Schilling** +49 69 5050-7400  
Head of Equity Sales, Germany kschilling@mmwarburg.com

**Tim Beckmann** +49 40 3282-2665  
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

**Jens Buchmüller** +49 69 5050-7415  
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

**Matthias Fritsch** +49 40 3282-2696  
United Kingdom, Ireland mfritsch@mmwarburg.com

**Roman Alexander Niklas** +49 69 5050-7412  
Switzerland, Poland, Italy rniklas@mmwarburg.com

**Sascha Propp** +49 40 3282-2656  
France spropp@mmwarburg.com

**Leyan Ilkbahar**  
Roadshow/Marketing

**Antonia Möller**  
Roadshow/Marketing

**Juliane Niemann**  
Roadshow/Marketing

+49 40 3282-2695  
liikbahar@mmwarburg.com

+49 69 5050-7417  
amoeller@mmwarburg.com

+49 40 3282-2694  
jniemann@mmwarburg.com

## SALES TRADING

**Oliver Merkel** +49 40 3282-2634  
Head of Sales Trading omerkel@mmwarburg.com

**Bastian Quast** +49 40 3282-2701  
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

**Christian Salomon** +49 40 3282-2685  
Sales Trading csalomon@mmwarburg.com

## DESIGNATED SPONSORING

**Sebastian Schulz**  
Designated Sponsoring

**Jörg Treptow**  
Designated Sponsoring

+49 40 3282-2631  
sschulz@mmwarburg.com

+49 40 3282-2658  
jtreptow@mmwarburg.com

## MACRO RESEARCH

**Carsten Klude** +49 40 3282-2572  
Macro Research cklude@mmwarburg.com

**Dr. Christian Jasperneite**  
Investment Strategy

+49 40 3282-2439  
cjasperneite@mmwarburg.com

## Our research can be found under:

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html  
Bloomberg RESP MMWA GO  
FactSet www.factset.com

LSEG www.lseg.com  
Capital IQ www.capitaliq.com

## For access please contact:

**Andrea Schaper** +49 40 3282-2632  
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

**Kerstin Muthig**  
Sales Assistance

+49 40 3282-2703  
kmuthig@mmwarburg.com