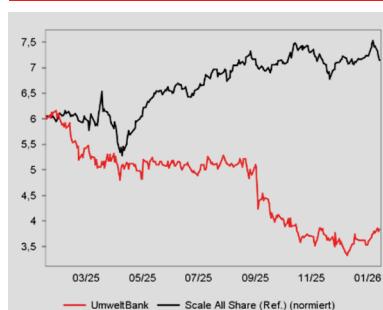


<b>Buy</b>	<b>Wertindikatoren:</b> Residual income model	EUR 7,23	<b>Warburg Risiko Score:</b> Bilanz Score: 1,0 Markt Liquidität Score: 0,0	<b>0,5</b>	<b>Beschreibung:</b> Direktbank mit Fokus auf nachhaltigem Geschäft mit Privat- und Firmenkunden
<b>EUR 7,20</b>	<b>Markt Snapshot:</b> Marktkapitalisierung: 159 Aktienanzahl (Mio.): 41 Freefloat MC: 135 Ø Trad. Vol. (30T): 45,29 Tsd.	EUR Mio.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat GLS Bank	85,00 % 15,00 %	<b>Kennzahlen (WRe):</b> 2025e KBV: 0,6 x EK-Quote: 4 %
<b>Kurs</b> <b>Upside</b>	<b>EUR 3,84</b> <b>87,5 %</b>				

## EBT-Guidance 2025 nach starkem Kunden- und Einlagenwachstum in Q4 bestätigt

- Mit der gestrigen Bekanntgabe zentraler vorläufiger Leistungskennzahlen für 2025 bestätigte die UmweltBank ihre EBT-Prognose für 2025 von EUR 5-10 Mio. (WRe: EUR 7,5 Mio.) und kehrte damit nach Verlusten in den Jahren 2023 und 2024 erfolgreich zur Profitabilität zurück. Am 25. Februar wird das Unternehmen in einer Aktualisierung der vorläufigen Zahlen Einzelheiten zu den einzelnen Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung vorstellen und seine Prognose für 2026 präsentieren.
- Besonders positiv war die starke Q4-Wachstumsdynamik in Bezug auf die Kundenzahlen und die Privatkundeneinlagen. Unsere Erwartung von 181.000 Kunden zum Jahresende wurde mit 184.000 leicht übertroffen, was einem starken Neukundenwachstum von 23.000 allein in Q4 entspricht (+17% im Gesamtjahr). Auch wenn die ursprüngliche Guidance von 210.000 Kunden bis Ende 2025 nicht erreicht wurde, ist dies angesichts des Fokus auf die Einführung des neuen Kernprodukts „Girokonto“ Mitte 2025 sowie des effizienten (und damit späteren) Einsatzes von Marketinginvestitionen im vierten Quartal nachvollziehbar – wie bereits in unseren vorherigen Kommentaren erwartet.
- Unserer Ansicht nach ist die angepasste Kundenprognose für 2026 ein positives Zeichen. Zwar werden bis Ende 2026 nun 260.000 Kunden erwartet, also rund 20.000 weniger als zuvor prognostiziert, das geplante Nettowachstum an Neukunden wurde jedoch leicht von 70.000 auf 76.000 angehoben. Dies unterstreicht aus unserer Sicht das Vertrauen des Managements, an die Dynamik des vierten Quartals 2025 anknüpfen zu können. Das längerfristige Ziel von 500.000 Kunden bis 2028 wurde ebenfalls bestätigt.
- Das Wachstum der Privatkundeneinlagen entwickelte sich in Q4 außerordentlich gut und stieg um rund EUR 700 Mio. auf EUR 4,3 Mrd. Wir hatten zwar eine starke Dynamik erwartet, jedoch nicht in dieser Größenordnung (WReh: +EUR 350 Mio. in Q4 gegenüber ca. +EUR 100 Mio. nach neun Monaten). Dadurch stieg das Wachstum im Gesamtjahr auf über 20% und lag damit im Rahmen der Guidance. Das Einlagenziel für 2026 wurde von EUR 5,0 Mrd. auf EUR 5,4 Mrd. angehoben. Aus unserer Sicht könnte dies darauf hindeuten, dass das Management nach dem Auslaufen gezielter Zinskampagnen eine geringere Volatilität der Einlagen beobachtet, was sich positiv auf die Profitabilität der Bank auswirken könnte.
- Mit EUR 120 Mio. blieb das Kreditneugeschäft sowohl hinter unserer Schätzung von EUR 190 Mio. als auch hinter der Guidance von EUR 200-250 Mio. zurück. Dies ist wie erwartet auf die angespannte Kapitalsituation mit einer Gesamtkapitalquote von 16,2% zurückzuführen. Die regulatorischen Anforderungen nach neun Monaten sahen eine Quote von 15,6% vor (einschließlich einer Empfehlung der Aufsichtsbehörde von 110 Basispunkten). Darüber hinaus kam es zu einer gewissen Verschiebung bei Projektfinanzierungen ins erste Halbjahr 2026.
- Mit einer Kapitalquote von 17% zum Jahresende (WRe: 16,5%) und der Möglichkeit einer Reduzierung der regulatorischen Anforderungen im Verlauf des Jahres 2026 verfügt die UmweltBank nun über ausreichenden Spielraum für ihre Kreditvergabeaktivitäten. Vor diesem Hintergrund erscheint das um EUR 50 Mio. auf EUR 450 Mio. erhöhte Ziel für das Neugeschäft 2026 (zuvor WRe: EUR 323 Mio.) erreichbar. Unsere bisherige Schätzung von EUR 110 Mio. für das Neugeschäft in H1 26 – die bereits deutlich über den Zahlen der beiden Vorjahre liegt (H1 23: EUR 49 Mio., H1 24: EUR 40 Mio.) – könnte sich daher als zu konservativ erweisen und Spielraum für ein stärkeres Wachstum des Zinsüberschusses bieten.
- Fazit:** Die vorgelegten Zahlen bestätigen unsere Erwartung eines dynamischen Wachstums im fokussierten Kreditneugeschäft für 2026 und belegen die Fähigkeit der UmweltBank, durch die Umsetzung gezielter Maßnahmen sowohl bei Kunden als auch bei Einlagen dynamisch zu wachsen. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung mit einem Kursziel von EUR 7,20.

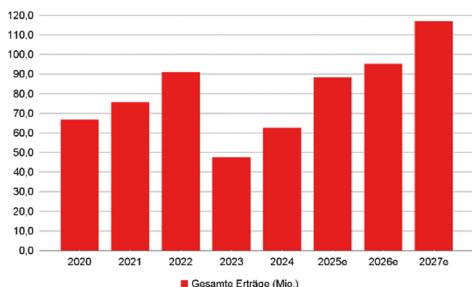


Rel. Performance vs Scale All Share	
1 Monat:	9,1 %
6 Monate:	-28,8 %
Jahresverlauf:	10,0 %
Letzte 12 Monate:	-54,6 %

### Unternehmenstermine:

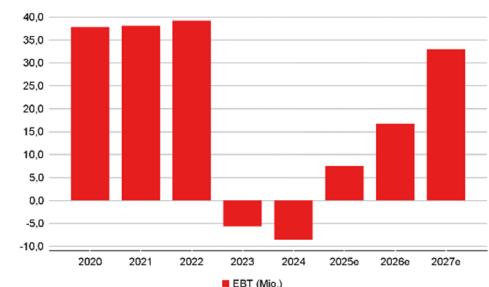
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio. (24-27e)	CAGR (24-27e)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>Gesamte Erträge</b>	23,2 %	75,7	90,9	47,6	62,6	88,3	95,3	117,0
Ertragswachstum	13,3 %	20,2 %	-47,7 %	31,7 %	41,0 %	7,9 %	22,8 %	
<b>Verwaltungsaufwfd.</b>	4,5 %	34,6	42,2	57,8	67,5	68,0	72,0	77,1
<b>Risikovorsorge</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.	2,6 %	3,9 %	3,9 %	
<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	0,6 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	0,3 x
<b>KGV</b>	32,8 x	28,1 x	538,9 x	315,3 x	19,3 x	9,4 x	6,9 x	
<b>ROE v. Steuern (Ø EM)</b>	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 %	
RoRWA	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 %	
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 %	
<b>Gesamtkapitalquot e</b>	14,0 %	15,7 %	15,6 %	16,4 %	16,5 %	16,4 %	16,5 %	

### Entwicklung operative Erträge in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

### Entwicklung EBT in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

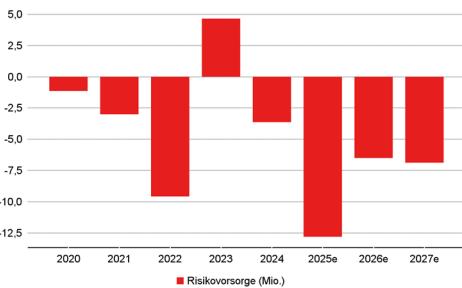
## Unternehmenshintergrund

- 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

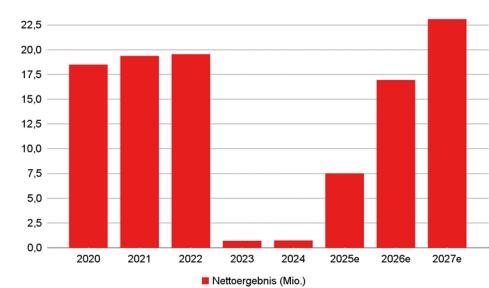
- Der Name UmweltBank steht für nachhaltige Bankprodukte und -dienstleistungen. Eine hohe Glaubwürdigkeit der Bank stellt einen USP im Vergleich zu anderen Banken dar.
- Die geringe Komplexität der Bank ermöglicht eine höhere Flexibilität des Managements in den Entscheidungsprozessen, was eine schnellere 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	
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%	1.5%
Dividends paid	4	6	6	8	12	20	22	24	31	33	36	38	40	70
Payout ratio	562%	83%	37%	33%	33%	50%	50%	50%	60%	60%	60%	60%	60%	100.0%
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		Valuation (m)	
Derivation of Cost of equity:	Derivation of Beta:		
	Financial Strength	1.50	
	Liquidity	1.40	
	Cyclical	1.10	
	Transparency	1.30	
	Others	1.00	
Market return	8.3%		
Risk free rate	2.8%		
<b>Cost of Equity</b>	<b>9.68%</b>	<b>Beta</b>	<b>1.26</b>
		PV terminal value	4
		Sum PVs until 2037e	-85
		Current book value	380
		<b>Equity value</b>	<b>299</b>
		No. Of shares (m)	41.28
		Value per share	<b>7.23</b>

Sensitivity Value per share (EUR)							
	LTG	CoE	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
1	10.4%		7.16	7.19	7.22	7.25	7.29
2	10.2%		7.15	7.18	7.21	7.24	7.28
3	9.9%		7.14	7.17	7.20	7.24	7.28
4	9.7%		7.13	7.16	7.19	<b>7.23</b>	7.27
5	9.4%		7.12	7.15	7.19	7.22	7.27
6	9.2%		7.11	7.14	7.18	7.22	7.26
7	8.9%		7.10	7.14	7.17	7.21	7.26
8							7.31
9							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	21,01	11,2	10,2	2,0	1,9	9,5 %
Banco Santander	10,49	11,5	10,4	1,5	1,4	13,4 %
Commerzbank	36,03	14,6	11,8	1,3	1,2	19,0 %
Credit Agricole	17,67	8,1	7,7	0,8	0,7	4,3 %
Danske Bank	43,40	11,5	11,1	1,4	1,4	2,7 %
Deutsche Bank	33,65	11,0	9,9	1,0	0,9	15,5 %
ING Groep NV	25,03	11,9	10,2	1,4	1,4	11,0 %
Intesa Sanpaolo	5,97	11,2	10,3	1,7	1,6	8,5 %
Nordea Bank Abp	66,05	-	-	-	-	-
Svenska Handelsbanken	13,05	11,5	12,1	1,3	1,4	-3,4 %
UniCredit	71,40	10,6	9,9	1,7	1,5	11,3 %
Mittelwert		11,3	10,3	1,4	1,3	9,2 %
Median		11,3	10,3	1,4	1,4	
<b>UmweltBank</b>	<b>3,84</b>	<b>19,3</b>	<b>9,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	
Delta zum Median		70,3 %	-8,8 %	-60,5 %	-61,4 %	

...  
...

## 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	19,3 x	9,4 x	6,9 x
KBV	2,6 x	2,1 x	1,5 x	0,9 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x
P / NAVPS	1,7 x	1,4 x	1,0 x	0,6 x	0,4 x	0,4 x	0,4 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

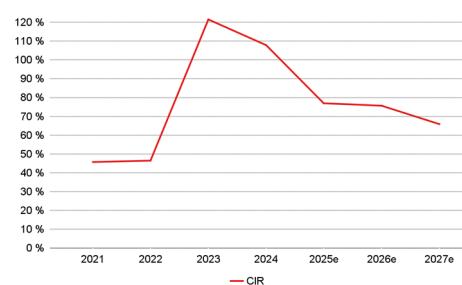
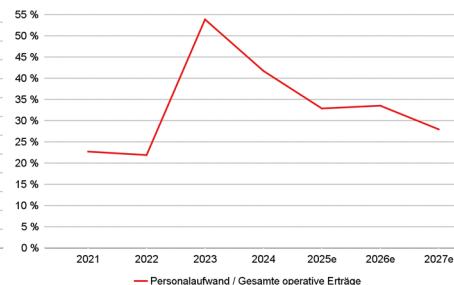
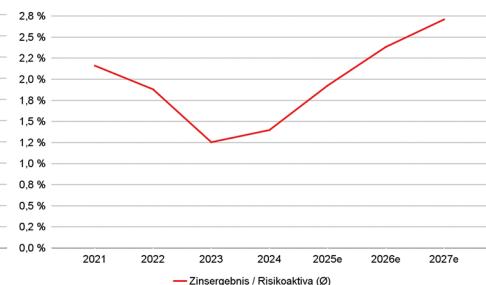
In EUR Mio.	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Zinsergebnis	63,2	58,8	41,1	44,9	60,3	77,2	90,8
Bewertungsergebnis	0,3	-0,3	0,1	0,1	1,2	1,0	1,0
Provisionsüberschuss	5,4	7,1	8,5	5,5	8,5	12,1	21,2
Handelsergebnis	4,0	2,3	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageergebnis	3,0	24,8	-2,6	13,0	18,5	6,0	5,0
Sonstiges 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>
Verwaltungsaufwd.	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
Risikovorsorge	-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 %

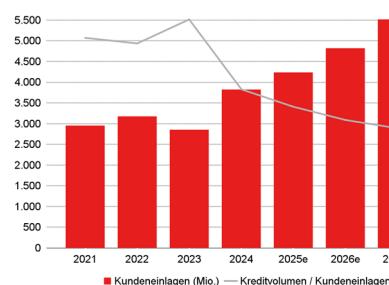
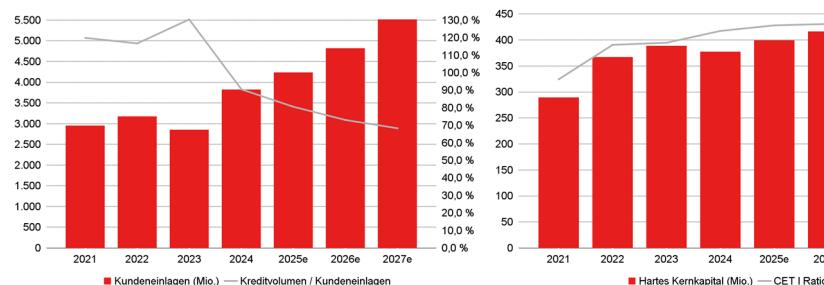
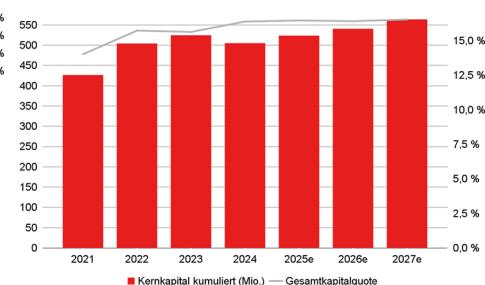
CIR  
in %Personalaufwandsquote  
in %Netto-Zinsmarge  
in % der durchschn. RWA

## 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.						
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 & LtD-Ratio  
in Mio. EUR; in %Kernkapital I  
in Mio. EURGesamte Eigenmittel  
in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

**RECHTSINWEIS / DISCLAIMER**

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH erstellt und wird von der Münchmeyer Petersen Capital Markets GmbH 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. 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. Etwas unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der MPCM oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und MPCM und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen 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. 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 MPCM und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften MPCM und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von 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 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 <https://disclaimer.mp-capitalmarkets.com/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 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 MPCM, MPC Münchmeyer Petersen & Co. GmbH oder eines mit diesen verbundenen Unternehmen.

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

Warburg Research GmbH unterliegt der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

**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 MPCM 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 oder mit dieser 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://disclaimer.mp-capitalmarkets.com/disclaimer_de/DE0005570808.htm">https://disclaimer.mp-capitalmarkets.com/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

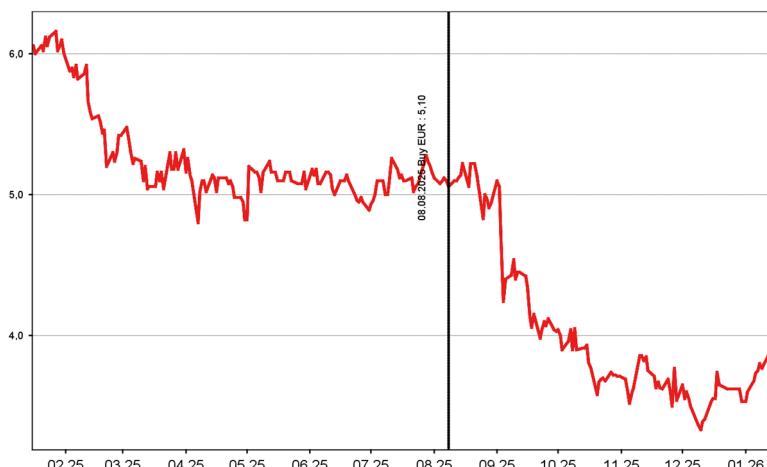
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	134	69
Halten	51	26
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	3	2
<b>Gesamt</b>	<b>193</b>	<b>100</b>

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

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Wertpapierdienstleistungen durch verbundene Unternehmen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	34	71
Halten	12	25
Verkaufen	1	2
Empf. ausgesetzt	1	2
<b>Gesamt</b>	<b>48</b>	<b>100</b>

## KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [UMWELTBANK] AM [15.01.2026]



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**

**Ebbi Attarzadeh** +49 40 38022-1000  
e.attarzadeh@mp-capitalmarkets.com

**RESEARCH**

<b>Henner Rüschmeier</b> Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com	<b>Thilo Kleibauer</b> Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com
<b>Stefan Augustin</b> Cap. Goods, Engineering	+49 40 309537-168 saugustin@warburg-research.com	<b>Andreas Pläsier</b> Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com
<b>Christian Cohrs</b> Industrials & Transportation	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com	<b>Malte Schaumann</b> Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
<b>Felix Ellmann</b> Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	<b>Oliver Schwarz</b> Chemicals, Agriculture	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
<b>Jörg Philipp Frey</b> Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	<b>Simon Stippig</b> Real Estate, Telco	+49 40 309537-265 sstippig@warburg-research.com
<b>Fabio Hölscher</b> Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-240 fhoelscher@warburg-research.com	<b>Marc-René Tonn</b> Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
<b>Philipp Kaiser</b> Real Estate, Construction	+49 40 309537-260 pkaiser@warburg-research.com		

**INSTITUTIONAL EQUITY SALES**

<b>Michael Grohmann</b> Head of Equity Sales	+49 40 38022-1238 m.grohmann@mp-capitalmarkets.com	<b>Antonia Möller</b> Roadshow/Marketing	+49 40 38022-1000 a.moeller@mp-capitalmarkets.com
<b>Ebbi Attarzadeh</b> Sales	+49 40 38022-1000 e.attarzadeh@mp-capitalmarkets.com		
<b>Olaf Gabriel</b> Sales	+49 40 38022-1239 o.gabriel@mp-capitalmarkets.com		

**SALES TRADING**

**Bastian Quast** +49 40 38022-1000  
b.quast@mp-capitalmarkets.com

**Our research can be found under:**

MPCM   Warburg Research	research.mp-capitalmarkets.com	LSEG	www.lseg.com
Bloomberg	RESP	Capital IQ	www.capitaliq.com
FactSet	www.factset.com		

**For access please contact:**

**Antonia Möller** +49 40 38022-1000  
Sales Assistance a.moeller@mp-capitalmarkets.com