

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

Kreditneugeschäft steigt stark an; Fokus bei Kundeneinlagen weg von Wachstum hin zu Ergebnisqualität

Branche: Finanzdienstleistungen

Fokus: Geldanlagen, Finanzierung umweltfreundlicher Projekte

Gründung: 1997

Mitarbeiter: 381 (30.06.2026)

Firmensitz: Nürnberg

Vorstand: Goran Bašić, Dietmar von Blücher, Dr. Nicole Handschuer

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 und Girokonto bietet die Gesellschaft unter anderem grüne Fondsprodukte an und finanziert grüne Projekte. Dabei fungiert die UmweltBank AG als Direktbank, ohne das klassische Filialgeschäft. Seit der Gründung im Jahr 1997 wurden über 25.000 Kreditprojekte gefördert. Ende 2025 standen Umweltkredite (inkl. offene Zusagen) im Gesamtvolumen von 3,2 Mrd. Euro zu Buche.

in Mio. €	GJ 24	GJ 25	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e
Zinsergebnis	44,95	58,45	60,41	80,97	89,63
Finanzergebnis	12,98	17,56	6,00	5,80	5,80
Provisions- und Handelsergebnis	5,54	7,09	12,06	12,34	19,34
Ergebnis vor Steuern	-8,50	6,44	12,02	22,01	35,67
Ergebnis nach Steuern	0,73	14,26	8,18	14,96	24,26
Gewinn je Aktie	0,02	0,35	0,20	0,36	0,59
Dividende je Aktie	0,00	0,05	0,12	0,18	0,22
Gesamtkapital	505,20	526,00	527,51	535,02	550,17
Kapitalrentabilität (vor Steuern)	-1,7%	1,2%	2,3%	4,1%	6,6%
Cost-Income-Ratio	112,2%	91,8%	83,7%	76,1%	67,4%

Investment Case

- Kundeneinlagen reduzieren sich auf 4.209 Mio. € (VJ: 4.544 Mio. €) nach Auslaufen der Sonderverzinsung. Kundenbindung leidet unter sogenannten „Zins-Hoppern“. Kundenanzahl und Zahl der Girokonten sind hingegen gestiegen.
- Turnaround im Kreditgeschäft umgesetzt: Neukreditvolumen steigt auf 183 Mio. € und liegt damit über dem Wert des Gesamtjahres 2025. Für 2026 plant die UmweltBank ein Brutto-Kreditneugeschäft von 450 Mio. Euro nach lediglich 120 Mio. Euro im Vorjahr.
- Attraktive Wachstumsmärkte: Die Spezialisierung auf erneuerbare Energien und nachhaltige Immobilien sowie auf neue Segmente (Batterieenergiespeicher) positioniert die UmweltBank in Märkten mit langfristig hohem Finanzierungsbedarf.
- Effizienz- und Ergebnispotenziale: Nach Abschluss der Transformationsphase sollen insbesondere Berater- und sonstige Verwaltungsaufwendungen sinken. Bis 2028 sehen wir eine deutliche Verbesserung der Cost-Income-Ratio und des Vorsteuerergebnisses.
- Bewertung mit hohem Kurspotenzial: Auf Basis eines Residual-Einkommens-Modells haben wir ein Kursziel von 8,00 € (bisher: 9,00 €) ermittelt. Kurszielsenkung aufgrund höheren risikolosen Zinssatzes und leichter Prognosereduktion 2026. Wir vergeben das Rating KAUFEN.

Rating: KAUFEN

Kursziel: 8,00 € (alt: 9,00 €)

Aktie- und Stammdaten



Schlusskurs vom 31.07.26	3,90 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	DE0005570808
WKN	557080
Aktienzahl (in Mio.)	41,40
MCap (in Mio. EUR)	161,46

Transparenzlevel	Freiverkehr
Marktsegment	Scale
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	HGB

Aktionärsstruktur

GLS Bank	15%
Free Float	85%

Finanztermine

28.10.26	Q3-Zahlen 2026
----------	----------------

Analysten

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

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
 08.07.2026: RS / 9,00 / KAUFEN
 04.05.2026: RS / 9,00 / KAUFEN
 03.03.2026: RS / 9,00 / KAUFEN
 19.01.2026: RS / 9,40 / KAUFEN
 03.11.2025: RS / 9,40 / KAUFEN
 oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 03.08.2026 (15:29 Uhr)
Erste Weitergabe: 04.08.2026 (09:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2027

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 10

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1. HJ 2026

in Mio. €	1.HJ 24	1.HJ 25	1.HJ 26
Zinsergebnis	17,88	28,82	27,27
Finanzergebnis	17,95	13,87	1,92
Provisions- und Handelsergebnis	2,33	3,66	2,92
Operative Kosten	29,37	35,66	31,20
Ergebnis vor Steuern	8,73	6,69	2,18
Periodenergebnis	5,83	6,71	0,81

Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

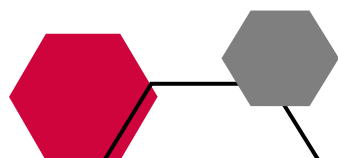
Ertragsentwicklung 1.HJ 2026

In den ersten sechs Monaten des Jahres 2026 hat die UmweltBank AG mit 27,27 Mio. € (VJ: 28,82 Mio. €) eine weitgehend stabile Entwicklung des Zinsergebnisses erreicht.

Im **Privatkundengeschäft**, das einen wesentlichen Beitrag zum Zinsergebnis leistet, verzeichnete das Kreditinstitut in den ersten sechs Monaten 2026 eine Steigerung der Kundenanzahl auf 195.157 (Stand: 31.12.2025: 184.210). Einerseits profitierte die Bank von ihrer laufenden Tagesgeldaktion (3 % Zinsen p. a. für die ersten drei Monate), andererseits hat ihr Girokonto, das Mitte 2025 eingeführt wurde, an Fahrt gewonnen. Im ersten Halbjahr 2026 stieg die Zahl der Kunden um rund 11.000. Parallel dazu hat sich die Anzahl der Girokonten im zweiten Quartal 2026 auf 7.400 mehr als verdoppelt (Q1 26: 3.500). Dem starken Anstieg der Kundenzahl steht jedoch ein Rückgang der Kundeneinlagen auf 4.209 Mio. € (31.12.25: 4.544 Mio. €) gegenüber. Dies ist im Wesentlichen auf das Auslaufen der dreimonatigen Sonderverzinsung für die im vierten Quartal 2025 gewonnenen Neukunden zurückzuführen. Ein Teil dieser Kunden hat nach Ende der Aktionsphase seine Einlagen abgezogen. Laut dem Management hat sich die erwartete höhere Kundenbindung nur teilweise bestätigt. Künftig soll daher stärker auf werthaltige Kunden mit zusätzlichem Cross-Selling-Potenzial gesetzt werden. Darüber hinaus dürfte die Kundengewinnung angesichts der derzeitigen Konkurrenzangebote (bspw. 4 % auf Tagesgeld bei Chase) auch schwieriger gewesen sein.

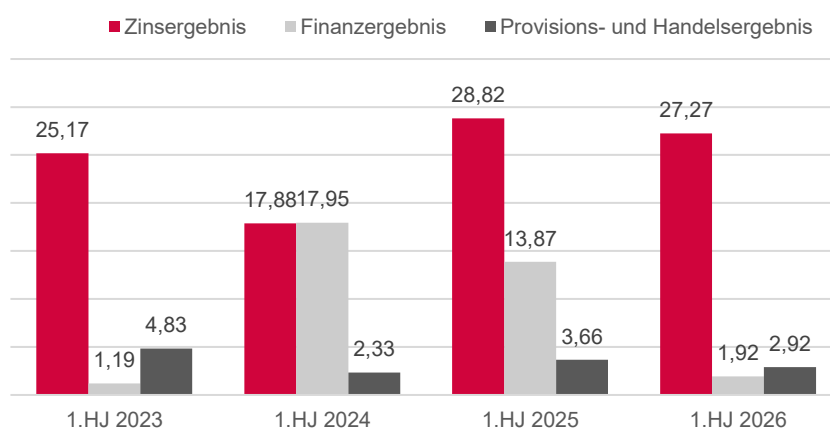
Die UmweltBank legt Kundeneinlagen bei der EZB an, wodurch derzeit eine Verzinsung von 2,25 % erzielt wird. Zusätzlich werden im Rahmen der Wiederanlage in das eigene Treasury-Portfolio im kurzfristigen Bereich 2,75 % bis 3,00 % p. a. erwirtschaftet. Der Rückgang der Kundeneinlagen, der insbesondere zu einem Zeitpunkt nach dem Wegfall der hohen Verzinsungsperiode stattgefunden hat, dürfte zu einem rückläufigen Zinsergebnis geführt haben.

Dem steht jedoch ein wieder erstarktes **Firmenkundengeschäft** gegenüber. Nach der Reduzierung der Kapitalanforderungen verbesserte sich das Brutto-Neukreditgeschäft im zweiten Quartal auf 147 Mio. € (VJ: 11 Mio. €), sodass im ersten Halbjahr 2026 ein Neugeschäftsvolumen in Höhe von 183 Mio. € (VJ: 40 Mio. €) erreicht wurde. Dieses Niveau liegt bereits nach sechs Monaten spürbar über dem Wert des vergangenen Geschäftsjahres (2025: 120 Mio. €). Damit ist das Ziel, das Neugeschäft im Geschäftsjahr 2026 auf 450 Mio. € zu steigern, als realistisch einzustufen. Schließlich befinden sich derzeit Kredite im Volumen von insgesamt 270 Mio. € in Vorbereitung bzw. in fortgeschrittenen Verhandlungen. Das Neugeschäft entfällt zu rund 60 % auf erneuerbare Energien und zu rund 40 % auf Immobilienfinanzierungen. Besonders positiv hebt der Vorstand hervor, dass das Immobiliengeschäft schneller als erwartet zurückgekehrt ist und Batteriespeicher an Bedeutung gewinnen. Bei Kreditzinsen in einer Bandbreite von 4,0 % bis 4,5 % dürften



die neuen Kredite aber noch nicht wesentlich zu einer Verbesserung des Zinsergebnisses beigetragen haben.

Entwicklung der Gesamterträge auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Das leicht rückläufige Zinsergebnis wurde von einem deutlich rückläufigen Finanzergebnis in Höhe von 1,92 Mio. € (VJ: 13,87 Mio. €) begleitet. In den vergangenen Jahren wurde das Finanzergebnis jedoch durch außerordentliche Gewinnausschüttungen von Tochtergesellschaften positiv beeinflusst. Diese stehen im Zusammenhang mit dem Verkauf des Beteiligungsgeschäfts, das erwartungsgemäß vollständig abgebaut werden soll. Das Provisions- und Handelsergebnis war ebenfalls leicht rückläufig. Der Vertrieb der drei im laufenden Geschäftsjahr aufgelegten ETFs fand erst nach dem Stichtag am 30.06. statt, sodass in der zweiten Jahreshälfte 2026 mit einem deutlichen Anstieg zu rechnen ist. Darüber hinaus können Kunden der UmweltBank ab dem 1. August 2026 ohne Einschränkungen Wertpapiere über ihre Depots handeln. Dies geht mit zusätzlichen Ertragspotenzialen im Provisionsergebnis einher.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2026

Den rückläufigen Gesamterträgen in Höhe von 33,38 Mio. € (VJ: 42,36 Mio. €), die insbesondere auf das niedrigere Finanzergebnis zurückzuführen sind, stehen spürbare Einsparungen bei den operativen Kosten in Höhe von 31,20 Mio. € (35,66 Mio. €) gegenüber. Neben dem planmäßig laufenden Kostensenkungsprogramm waren niedrigere Beratungs- und Prüfungskosten für den Rückgang des sonstigen Verwaltungsaufwandes auf 13,88 Mio. € (VJ: 21,07 Mio. €) verantwortlich. Damit wurde der Anstieg des Personalaufwandes auf 17,10 Mio. € (VJ: 14,26 Mio. €) mehr als ausgeglichen. Dieser Anstieg ist neben Lohnsteigerungen als Nachlaufeffekt des im Geschäftsjahr 2025 erfolgten Personalaufbaus zu verstehen. Laut Unternehmensangaben soll künftig eine stärkere Verlagerung von Overhead-Ressourcen in markt- und kundennähere Bereiche stattfinden, um Optimierungspotenziale zu nutzen.

Das Vorsteuerergebnis lag mit 2,18 Mio. € (VJ: 6,69 Mio. €) zwar unter dem Vorjahreswert, hat angesichts der fehlenden Sondereffekte des Vorjahres aber eine höhere Ergebnisqualität. Im Vergleich zum ersten Quartal, in dem ein Vorsteuerergebnis in Höhe von 0,23 Mio. € erzielt wurde, ist die Entwicklung im zweiten Quartal (1,95 Mio. €) zudem deutlich positiv. Mögliche positive Effekte aus dem starken Anstieg des höher verzinsten Firmenkundengeschäfts sind hier nur in geringem Umfang enthalten. Nach Steuern belief sich das Halbjahresergebnis auf 0,81 Mio. € (VJ: 6,71 Mio. €).

PROGNOSE UND BEWERTUNG

in Mio. €	GJ 25	GJ 26e (alt)	GJ 26e (neu)	GJ 27e	GJ 28e
Zinsergebnis	58,45	63,85	60,41	80,97	89,63
Finanzergebnis	17,56	6,00	6,00	5,80	5,80
Provisions- und Handelsergebnis	7,09	12,06	12,06	12,34	19,34
Ergebnis vor Steuern	6,44	14,36	12,02	22,01	35,67
Ergebnis nach Steuern	14,26	9,77	8,18	14,96	24,26

Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Ertragsprognosen 2026 - 2028

Angesichts der etwas unter den Erwartungen liegenden Ertragsentwicklung im ersten Halbjahr und insbesondere aufgrund der niedrigeren Kundenbindung nach Ablauf der dreimonatigen Sonderverzinsung geht die Gesellschaft davon aus, die untere Prognosebandbreite zu erreichen. Dabei werden unverändert ein Zinsergebnis in Höhe von 60–65 Mio. €, ein Finanzergebnis in Höhe von 4–8 Mio. € sowie ein Provisionsergebnis in Höhe von 10–15 Mio. € in Aussicht gestellt. Auch das vom Management prognostizierte Ergebnis vor Steuern in Höhe von 12,5 bis 17,5 Mio. € behält seine Gültigkeit, jedoch wird nun das untere Ende der Bandbreite in Aussicht gestellt.

Im **Privatkundengeschäft** konkurriert die Gesellschaft mit Tagesgeld-Aktionen (bspw. Chase: 4,0 %), die eine höhere Verzinsung bieten und sogenannte „Zins-Hopper“ anziehen. Mit der aktuellen Sonderverzinsung in Höhe von 3,0 % p. a. für die ersten drei Monate dürfte die Kundengewinnung herausfordernder werden. Vom aktuellen Standpunkt aus ist keine Anhebung der angebotenen Verzinsung zu erwarten, zumal die UmweltBank AG derzeit den Fokus auf die Sicherung der Profitabilität legt. Ein Ausbau der Kundeneinlagen würde somit nur erfolgen, wenn dies ökonomisch sinnvoll ist. In diesem Zusammenhang wären Wachstumsinvestitionen in Höhe von 5,0 Mio. € möglich, die jedoch nur im Falle einer guten Ertragsentwicklung vorgenommen würden. Im aktuellen Szenario erwartet die Gesellschaft zum Jahresende Kundeneinlagen in einer Bandbreite von 4,0 bis 5,4 Mrd. € (bisher: 5,4 Mrd. €).

Die Hebung möglicher Cross-Selling-Potenziale steht stärker im Fokus. Hierzu plant das Management, das Kundenmanagement neu auszurichten, um insbesondere den Absatz von Girokonten, Wertpapierprodukten und weiteren provisionsstarken Angeboten zu erhöhen. Im ersten Halbjahr 2026 ist die Anzahl der Girokonten auf rund 7.400 angestiegen. Dies entspricht einer Steigerung von 260 Prozent gegenüber dem Geschäftsjahresende 2025 (31.12.25: 2.200 Girokonten). Der Vorstand sieht bei der Überführung bestehender Kunden in eine umfassendere Produktnutzung noch zusätzlichen Vertriebspielraum.

Das Zinsergebnis dürfte von einer Verbesserung der Positionierung des Treasury-Portfolios, speziell im kurz- bis mittelfristigen Bereich, profitieren. Grund dafür ist das insgesamt höhere Zinsniveau. In diesem Zusammenhang hat das Management bereits eine Umschichtung sowie eine Reinvestition von EZB-Anlagen vorgenommen, wodurch sich die Zinserträge voraussichtlich verbessern werden.

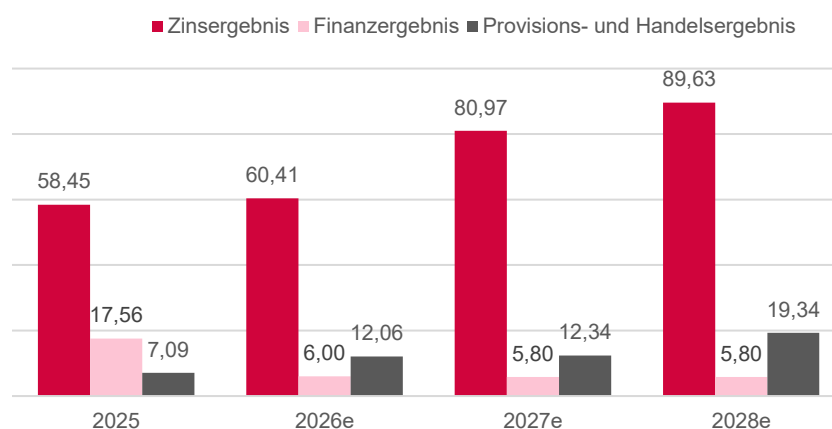
Darüber hinaus sollte das Zinsergebnis auch vom verbesserten **Firmenkundengeschäft** profitieren. Im zweiten Quartal 2026 wurde die regulatorische Kapitalanforderung um 60 Basispunkte auf aktuell 14,97 % reduziert, wodurch sich der

Spielraum für das Kreditgeschäft spürbar erhöht hat. Bei einer aktuellen Gesamtkapitalquote von 17,1 % (Stichtag: 30.06.26) liegt ein umfangreicher Kapitalpuffer von rund 210 Basispunkten vor. Folglich ist der von der Gesellschaft erwartete Anstieg beim Brutto-Kreditneugeschäft auf 450 Mio. € (VJ: 120 Mio. €) als gut erreichbar einzustufen. Schließlich wurden im zweiten Quartal neue Kredite in Höhe von 147 Mio. € vergeben und für den weiteren Jahresverlauf liegt eine Kreditpipeline von 270 Mio. € vor. Die im zweiten Quartal 2026 vergebenen Kredite dürften mit einer höheren Verzinsung als das gesamte Kreditbuch der UmweltBank ausgestattet sein und sich entsprechend positiv auf das Zinsergebnis auswirken.

Das Finanzergebnis dürfte gemäß den Erwartungen des Unternehmens unter dem Vorjahreswert liegen und sich innerhalb einer Bandbreite zwischen 4 Mio. € und 8 Mio. € bewegen. Das Vorjahr war dabei von hohen Gewinnausschüttungen einer Tochtergesellschaft geprägt, die für das laufende Geschäftsjahr nicht mehr eingeplant sind. Da ein Abbau der Beteiligungsgesellschaften geplant ist, dürfte das Finanzergebnis perspektivisch an Bedeutung verlieren.

Beim Provisions- und Handelsergebnis erwartet der Vorstand hingegen einen Anstieg auf 10 bis 15 Mio. €. Diese Steigerung soll insbesondere durch Anleiheemissionen sowie eine Ausweitung des Wertpapierangebots erreicht werden. Der überwiegende Teil der Emissionsaktivität hat nach dem Stichtag 30.06.2026 stattgefunden, so dass für das zweite Halbjahr 2026 mit einem starken Anstieg zu rechnen ist. Ein weiterer Aspekt hierfür ist die „Öffnung“ der Kundendepots für alle Wertpapiere. Dies dürfte zu einem Anstieg des Handels und somit zu einer Steigerung der Provisionserträge führen.

GBC-Prognosen der drei Ertragssäulen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Analog zur Unternehmens-Guidance unterstellen wir für das laufende Geschäftsjahr 2026 das Erreichen der unteren Prognosebandbreite des Zinsergebnisses. Bei einem erwarteten Kundeneinlagenvolumen von rund 4,4 Mrd. € (alte Prognose: 5,4 Mrd. €) prognostizieren wir ein Zinsergebnis von 60,41 Mio. € (alte Prognose: 63,85 Mio. €). Die Schätzungen für die Folgejahre sowie die Prognosen des Finanz- und Provisionsergebnisses bleiben hingegen unverändert.

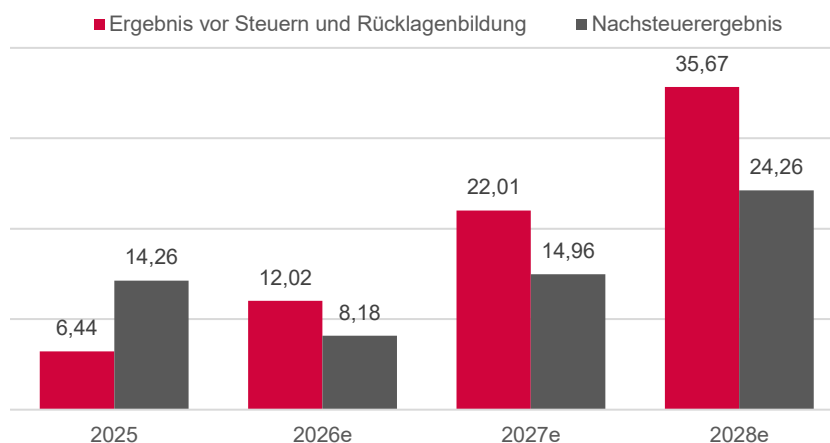
Ergebnisprognosen 2026 - 2028

Das Management der UmweltBank rechnet gegenüber der bisherigen Guidance zwar mit einer unveränderten deutlichen Verbesserung der operativen Aufwendungen auf rund 66,5 Mio. € (VJ: 71,91 Mio. €). Innerhalb der dominierenden

Kostenpositionen Personalaufwand und andere Verwaltungsaufwendungen wurden jedoch Anpassungen vorgenommen. Während nun mit einem höheren Personalaufwand gerechnet wird, erwartet die Gesellschaft einen stärkeren Rückgang der anderen Verwaltungsaufwendungen. Insgesamt kompensieren sich die Effekte jedoch.

Analog zu den angepassten Ertragsprognosen für das laufende Geschäftsjahr passen wir auch das Ergebnis vor Steuern und Rücklagenbildung auf 12,02 Mio. € (alte Prognose: 14,36 Mio. €) nach unten an. Damit liegen wir leicht unterhalb der Prognosebandbreite der Gesellschaft und sind etwas vorsichtiger. Für das laufende Geschäftsjahr haben wir zudem einen üblichen Steueraufwand unterstellt (VJ: Steuerertrag in Höhe von 2,83 Mio. €). Zudem unterstellen wir keine weiteren Zuführungen oder Auflösungen zum Fonds für allgemeine Bankrisiken, weshalb wir zunächst einen Rückgang des Nachsteuerergebnisses erwarten, bevor dieses ab 2027 stark ansteigen sollte.

Prognose Vorsteuer- und Nachsteuerergebnis (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Bewertung

Zur Bewertung der UmweltBank AG haben wir ein Residual-Einkommens-Modell herangezogen. Dabei wird die Überschussrendite der Schätzperioden durch die Differenz aus Eigenkapitalrendite und Eigenkapitalkosten bestimmt. Für die Schätzperioden der drei Geschäftsjahre 2026e bis 2028e haben wir konkrete Erwartungen hinsichtlich der Jahresüberschüsse und der 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 anschließend mit den Eigenkapitalkosten auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Zur Bestimmung des Endwerts 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

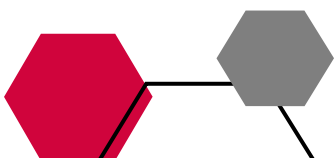
Bestimmung der Kapitalkosten

Der maßgebliche Diskontierungssatz für die Verwendung im Residual-Einkommens-Modell ist der Eigenkapitalkostensatz. Um diesen zu ermitteln, müssen die Marktrisikoprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz berechnet werden.

Letzterer wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür sind die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze, die nach der Svensson-Methode berechnet wurden. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 3,50 % (bisher: 3,00 %).

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

Die Beta-Berechnung haben wir auf Basis der historischen Kursdaten der UmweltBank AG (monatliche Kursentwicklung der vergangenen fünf Jahre) ermittelt. Dabei haben wir den Kursindex STOXX® Europe 600 Banks als Vergleichsindex herangezogen und in der Regressionsanalyse über einen Zeitraum von fünf Jahren jeweils gemittelt. Auf dieser Basis haben wir ein Beta von 0,52 (bisher: 0,52) ermittelt und es zudem gemäß den Arbeiten von Blume bereinigt bzw. geglättet. Unter Verwendung der getroffenen Prämissen ergeben sich Eigenkapitalkosten von 6,34 % (bisher: 5,84 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Der Anstieg der Eigenkapitalkosten reflektiert ausschließlich den verwendeten höheren risikolosen Zinssatz.



in Mio. €	31.12.24	31.12.25	31.12.26e	31.12.27e	31.12.28e	Endwert
Eigenkapital	378,10	397,10	400,31	407,82	422,97	
Jahresüberschuss	0,73	14,26	8,18	14,96	24,26	
ROE (nach Steuern)		3,68%	2,05%	3,70%	5,84%	11,9%
Eigenkapitalkosten		6,34%	6,34%	6,34%	6,34%	6,34%
Überschussrendite		-2,66%	-4,29%	-2,64%	-0,50%	5,41%
Buchwert-Faktor		0,58	0,32	0,58	0,92	1,85
Residualeinkommen		-10,06	-17,03	-10,55	-2,04	376,13

Gemäß unserem Bewertungsmodell sollte die UmweltBank AG in der Lage sein, bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital, ein Return on Equity (nach Steuern) von nachhaltig 11,9 % zu erzielen. Unter der Annahme von Eigenkapitalkosten von 6,34 % sollte im Endwert damit eine nachhaltige Überrendite von 5,41 % oder ein Buchwertfaktor von 1,85 erwirtschaftet werden. Zur Bestimmung des Endwertes haben wir daher ein Premium über den Buchwert in Höhe von 1,85 angesetzt.

Ermittlung des fairen Unternehmenswerts

Barwert der Residualeinkommen 2026 – 2028	-11,73 Mio. €
Barwert Terminal Value	342,95 Mio. €
Summe der Barwerte	331,22 Mio. €
Ausstehende Aktien	41,40 Mio.
Fairer Unternehmenswert je Aktie	8,00 €

Die Summe der diskontierten Residualerträge und des Terminal Value beträgt 331,22 Mio. € (bisher: 372,66 Mio. €). Unter Berücksichtigung der noch ausstehenden 41,40 Mio. Aktien beträgt der faire Unternehmenswert je Aktie 8,00 € (bisher: 9,00 €). Die Reduzierung des Kursziels ist einerseits der Anpassung der Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2026 geschuldet, insbesondere jedoch auf die marktgetriebene Anhebung des risikolosen Zinssatzes und damit der Eigenkapitalkosten zurückzuführen. Wir vergeben damit 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 MiFID-II-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 Vereinigten Königreich verbreitet wird, ausschließlich solchen Personen zugänglich gemacht werden, die (i) als authorised persons oder exempt persons im Sinne des Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA) gelten oder (ii) als relevant persons im Sinne der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, in der jeweils gültigen Fassung, anzusehen sind.

Diese Publikation richtet sich nicht an Privatkunden (retail clients) im Sinne der Regeln der Financial Conduct Authority (FCA) und darf weder direkt noch indirekt an solche Personen weitergegeben oder von ihnen genutzt werden.

Diese Publikation stellt kein Angebot, keine Aufforderung und keine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten im Sinne des FSMA dar.

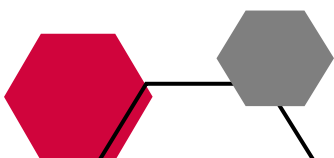
Kein anderer Personenkreis als die vorgenannten relevant persons ist berechtigt, sich auf diese Publikation zu stützen oder Handlungen auf deren Grundlage vorzunehmen.

Die Verbreitung dieser Publikation kann in weiteren Rechtsordnungen gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sind verpflichtet, sich über etwaige einschlägige Beschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Ein Verstoß gegen diese Beschränkungen kann eine Verletzung der geltenden Wertpapier- und Finanzmarktgesetze 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. Aktien-splits, 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.

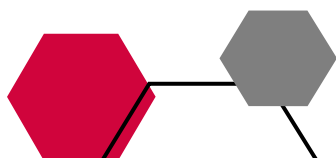
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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

