



Researchstudie (Initial Coverage)



- Ökologie und ökonomische Aspekte vereint in einer Bank -
- Sehr hohe EK-Rendite und nachhaltig positive Ergebnisse -

Kursziel: 14,30 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 35

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

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 06.12.2019 (09:46 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 09.12.2019 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2020

UmweltBank AG^{*5a;11}

KAUFEN

Kursziel: 14,30 €

aktueller Kurs: 10,50 €
06.12.19 / XETRA / 09:02 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005570808

WKN: 557080

Börsenkürzel: UBKG

Aktienanzahl³: 30,61

Marketcap³: 321,41

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 84,4 %

Transparenzlevel:

Freiverkehr

Marktsegment:

m:access

Rechnungslegung:

HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

Baader Bank

Lang & Schwarz

Analysten:

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger

greiffenberger@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Finanzdienstleistungen

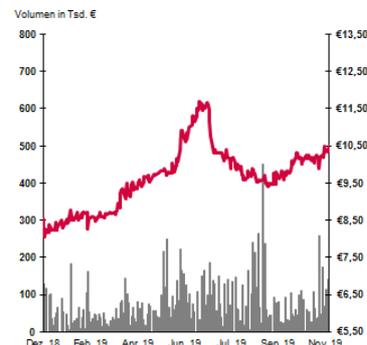
Fokus: ökologische Geldanlagen, Finanzierung
umweltfreundlicher Projekte

Mitarbeiter: 172 (31.12.2018)

Gründung: 1997

Firmensitz: Nürnberg

Vorstand: Goran Bašić, Jürgen Koppmann, Stefan Weber



Die UmweltBank AG steht für Bankgeschäfte mit ökologischer und sozialer Verantwortung. Sie bietet Anlegern transparente ökologische Geldanlagen an und fördert deutschlandweit Privatpersonen und gewerbliche Kunden durch die Finanzierung umweltfreundlicher Projekte. Mit dem ausschließlichen Angebot einer grünen Produktpalette setzt die UmweltBank AG die ökologische Ausrichtung konsequent um. Neben dem klassischen Sparkonto bietet die Gesellschaft unter anderem grüne Fondsprodukte an, geht ökologische Beteiligungen ein, bietet ökologische Versicherungen an und finanziert grüne Projekte. Mit der geplanten Einführung des Girokontos im Jahr 2021 soll künftig auch der Zahlungsverkehr für Privatkunden abgedeckt werden. Dabei fungiert die UmweltBank AG als Direktbank, ohne das klassische Filialgeschäft. Seit Gründung in 1997 wurden über 23.000 Kreditprojekte gefördert. Ende 2018 standen Umweltkredite im Gesamtvolumen von 2,9 Mrd. Euro zu Buche. Der Großteil des Kreditvolumens besteht aus Sonnenenergiefinanzierungen (36,8%). Wohnimmobilien haben einen Anteil von 27,3%, während Wind- und Wasserkraftprojekte rund 25,7% ausmachen.

GuV in Mio. €	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
Zinserträge	69,69	70,39	70,78	72,57
Zinsergebnis	51,23	51,89	53,54	55,24
Übrige Erträge	5,96	10,27	10,80	11,72
Jahresüberschuss	25,34	25,59	26,50	27,14

Kennzahlen in EUR

EPS	0,90	0,84	0,87	0,89
Dividende je Aktie	0,33	0,33	0,34	0,34

Bilanzkennzahlen in Mio. €

Kundeneinlagen	2.330,02	2.431,61	2.537,83	2.648,91
Kreditvolumen	2.392,77	2.512,41	2.638,03	2.769,93
Gesamtkapital	333,50	372,49	388,58	405,30
Kapitalrentabilität (vor Steuern)	16,1%	13,9%	13,6%	13,2%
Cost-Income-Ratio	32,7%	39,1%	38,7%	39,0%

Finanztermine

11.12.19 : 29. MKK – München

10.02.20: vorläufige Zahlen GJ 2019

04.05.20: Geschäftsbericht 2019

25.06.20: Hauptversammlung

August 20: Halbjahreszahlen 2020

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 36

EXECUTIVE SUMMARY

- Als einziges Kreditinstitut in Deutschland hat die in Nürnberg ansässige UmweltBank AG den ökologischen Aspekt ihrer Geschäftstätigkeit in der Satzung verankert. Die Kundeneinlagen dürfen dabei nur für die Finanzierung und Förderung von ökologischen und sozialen Projekten verwendet werden. Dementsprechend spielen beispielsweise bei der Kreditentscheidung sowohl ökologische als auch ökonomische Aspekte eine wichtige Rolle, wobei ein selbst entwickeltes UmweltRating zur Anwendung kommt. Insgesamt rund 37 % des zum 31.12.2018 ausstehenden Kreditvolumens steht im Zusammenhang mit der Finanzierung von Sonnenenergieprojekten, 27 % mit ökologisch-sozialen Wohnungsbauprojekten sowie 26 % mit Wind- und Wasserkraftprojekten.
- Die Mittelherkunft zur Finanzierung des Kreditgeschäftes wird größtenteils über Kundeneinlagen, wobei hier Sparprodukte im Vordergrund stehen, abgedeckt. Da die Kundeneinlagen vollständig für die Finanzierung und Förderung von Umweltprojekten verwendet werden, wird der von der UmweltBank AG selbst berechnete Umweltgarantie-Deckungsgrad vollumfänglich erfüllt. Dieser besagt, dass das Volumen der vergebenen Kredite, die zu 100 % in die ökologische Finanzierung einfließen, die Kundeneinlagen übertreffen. Dies war in den vergangenen Geschäftsjahren stets der Fall.
- Über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg war die UmweltBank AG in der Lage, sowohl das Einlagen-, als auch das Kreditgeschäft erheblich auszubauen. Zwischen 2014 und 2018 legte das Kreditvolumen mit einem CAGR von 6,3 % auf 2.392,77 Mio. € zu, die Kundeneinlagen mit einem CAGR von 6,5 % auf 2.330,02 Mio. €. Das Zinsergebnis entwickelte sich vor diesem Hintergrund dennoch nur vergleichsweise konstant, was eine Folge des allgemein rückläufigen Zinsniveaus und der daraus resultierenden Zinsmarge zu sehen ist. Die von uns berechnete Zinsmarge minderte sich zwischen 2014 und 2018 von 2,3 % auf 1,4 %.
- Die UmweltBank AG hat seit ihrer Gründung im Jahr 1997 stets positive Ergebnisse erwirtschaftet und zeigt im Vergleich zu anderen Kreditinstituten, auch in Krisenzeiten, eine sehr solide Geschäftsentwicklung auf. Ein wichtiger Aspekt ist diesbezüglich der Umstand, wonach sich das Kreditinstitut auf das vergleichsweise risikoärmere Kreditgeschäft konzentriert. Darüber hinaus sind alle ausgegebenen Kredite in der Regel grundpfandrechtl. besichert, was dazu führt, dass eine sehr niedrigere Risikovorsorge gebildet werden muss. In den vergangenen Geschäftsjahren hat sich dementsprechend das Nachsteuerergebnis oberhalb von jährlich 25 Mio. € eingependelt. Auf dieser Basis hat die UmweltBank AG eine kontinuierliche von steigenden Dividenden geprägte Ausschüttungspolitik umgesetzt. Dabei wurden die aufsichtsrechtlichen Kapitalvorgaben nachhaltig übererfüllt.
- Auch bei den für Kreditinstitute wichtigen Kennzahlen Cost-Income-Ratio (CIR) und Kapitalrentabilität sticht die UmweltBank AG heraus. Als Direktbank mit einem schlanken Produktportfolio und fehlender Filialstruktur liegt das CIR von 32,7 % deutlich unter den üblichen Werten anderer Kreditinstitute oberhalb von 70 %. Die Kapitalrentabilität (vor Steuern) beläuft sich nach unseren Berechnungen auf 16,1 % und damit deutlich oberhalb des Marktumfelds. In einem Peer-Group-Vergleich haben wir einen ROE von durchschnittlich 8,9 % ermittelt.
- Für die kommenden Geschäftsjahre sollte die UmweltBank AG in der Lage sein, weiteres Geschäftswachstum zu erzielen. Diesbezüglich wurde im Rahmen einer in 2019 durchgeführten Kapitalerhöhung in Höhe von 23,52 Mio. € die Basis für das

weitere Kreditwachstum gelegt. Darüber hinaus sollen weitere Geschäftsbereiche wie das Beteiligungsgeschäft oder der Fondsvertrieb stärker ausgebaut werden. Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir aber konservativ nur mit einer konstanten Entwicklung des Nachsteuerergebnisses. Dies ist eine Folge des erwarteten weiterhin niedrigen Zinsniveaus, wobei wir eine leicht rückläufige Zinsmarge unterstellen.

- Wir haben die UmweltBank AG mittels eines Residual-Einkommens-Modells bewertet, im Rahmen dessen die Eigenkapitalrendite und Eigenkapitalkosten gegenüber gestellt werden. Im Rahmen unseres Bewertungsmodells haben wir einen fairen Wert von 14,30 € je Aktie ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau in Höhe von 10,50 € vergeben wir damit das Rating KAUFEN. Gemäß der bisher umgesetzten ausschüttungsfreundlichen Dividendenpolitik sollte die UmweltBank AG in 2020 eine Dividende in Höhe von 0,33 € je Aktie ausschütten, was einer attraktiven Dividendenrendite von 3,1 % entspricht.

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Unternehmen	5
Aktionärsstruktur	5
Unternehmenshistorie	5
Ökologischer Kerngedanke	6
Produktpalette der Umweltbank	7
Anlegen & Vorsorgen	8
Finanzieren	8
Regulatorisches Bankenumfeld	10
Eigenkapitalanforderungen (CRR)	10
Kreditrisiko/Adressenausfallrisiko	11
Organe der Gesellschaft	13
Goran Bašić	13
Jürgen Koppmann	13
Stefan Weber	13
Markt und Marktumfeld	14
Zinsumfeld und Kreditvergabe	14
Ökologische Produkte am Finanzmarkt	15
Windenergiebranche als wichtiger Kreditabnehmer	16
Solarbranche als wichtiger Kreditabnehmer	17
Immobilienbranche als wichtiger Kreditabnehmer	18
Historische Unternehmensentwicklung	20
Historische Einkommens- und Ergebnisentwicklung	20
Historische Entwicklung der Vermögens- und Kapitalstruktur	24
Historische Entwicklung des Cashflows	26
SWOT-Analyse	27
Prognosen und Bewertung	28
Prognosegrundlagen	28
Einkommens- und Ergebnisprognosen	29
Bewertung	33
Anhang	35

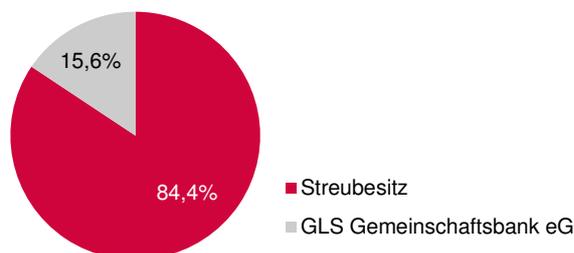
UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner zum 31.12.2018

GLS Gemeinschaftsbank eG	15,6 %
Streubesitz	84,4%

Quelle: UmweltBank AG; GBC AG



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

Unternehmenshistorie

1994	Entwicklung des Konzeptes der UmweltBank durch Sabine und Horst P. Popp
1995/96	Vorbörsliche Emission der UmweltBank-Aktie, Gründung mit stillen Beteiligungen
1997	<ul style="list-style-type: none"> • Erhalt der Vollbanklizenz • Auflage „Grüner“ Sparprodukte und Aufnahme des Geschäftes der Windpark-Finanzierung und der nachhaltigen Baufinanzierung
1998	<ul style="list-style-type: none"> • UmweltBank AG wird ein Mitglied der gesetzlichen Einlagensicherung • Aufnahme der Finanzierung von Photovoltaik-Projekten
1999	Erstmalige Ausschüttung einer Dividende
2001	IPO und Börsenstart im Freiverkehr der Frankfurter Börse
2003	Erstmalige Emission eines Umwelt-Bank-Genussscheins
2004	Erstmalige Emission eines projektbezogenen Genussscheins
2005/2006	Kapitalerhöhung und Auflösung der ursprünglichen stillen Beteiligungen
2010	Privatkunden der UmweltBank können erstmalig auf eine einfache Photovoltaik-Finanzierung zurückgreifen
2014/2015	Stefen Weber und Goran Bašić werden aus den eigenen Reihen in den Vorstand einberufen
2016	<ul style="list-style-type: none"> • Emission des ersten CoCo-Bonds (Pflichtwandelanleihe) • Gründung der Tochtergesellschaft UmweltProjekt AG • Aufstieg in das Premium-Segment der Börse München
2017	Jürgen Koppmann wird zum dritten Vorstandsmitglied ernannt
2018	Emission des Green Bond junior
2019	UmweltBank und DGNB (Deutsche Gesellschaft für nachhaltiges Bauen) entwickeln erstes Nachhaltigkeitsrating für die Finanzierung von Bauvorhaben
2019	Erfolgreiche Durchführung einer Bezugsrechtskapitalerhöhung mit einem Bruttoemissionserlös in Höhe von 23,52 Mio. €

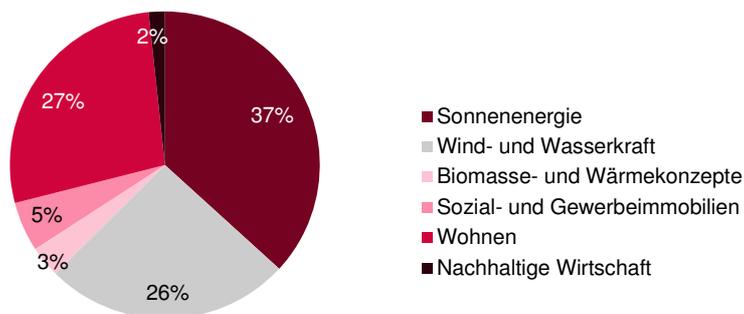
Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Ökologischer Kerngedanke

Die UmweltBank AG hat den ökologischen Aspekt ihrer Geschäftstätigkeit als, nach eigenen Angaben, einzige Bank in Deutschland in der Satzung verankert. Dabei orientiert sich die Gesellschaft an den Nachhaltigkeitszielen der Vereinten Nationen, mit dem Ziel, die natürlichen Lebensgrundlagen für kommende Generationen zu erhalten.

Die Schwerpunkte der UmweltBank liegen in den Bereichen Sonnenenergie, Wind- und Wasserkraft sowie Niedrigenergiebauweise. Dabei investiert die UmweltBank AG ausschließlich in nachhaltige Projekte und alle den Kunden angebotenen Drittprodukte müssen ökologisch oder sozial orientiert sein. Dementsprechend spielen beispielsweise bei der Kreditentscheidung sowohl ökologische als auch ökonomische Aspekte eine wichtige Rolle, wobei ein selbst entwickeltes UmweltRating zur Anwendung kommt. Besonders sichtbar wird die Umsetzung des Kerngedankens der UmweltBank AG anhand der Darstellung der ausstehenden Kredite (Stand: 31.12.18), die eine ausschließliche Förderung von ökologisch-sozialen Branchen illustriert:

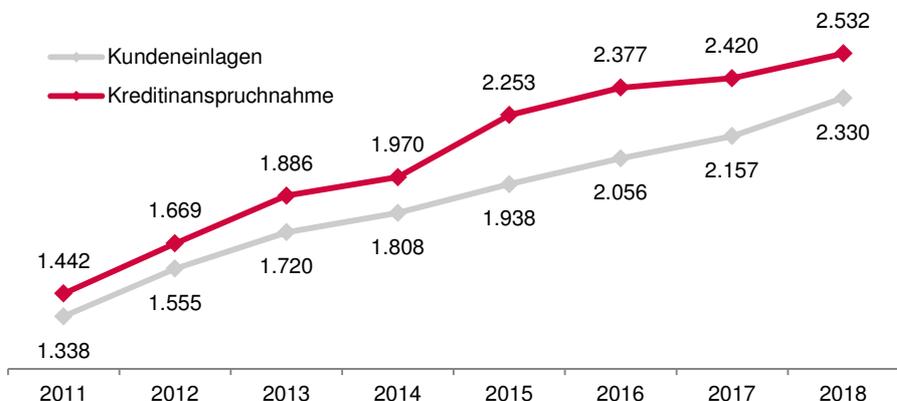
Struktur des Kreditgeschäftes



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Da die Kundeneinlagen vollständig für die Finanzierung und Förderung von Umweltprojekten verwendet werden, wird der von der UmweltBank AG selbst berechnete Umweltgarantie-Deckungsgrad vollumfänglich erfüllt. Dieser besagt, dass das Volumen der vergebenen Kredite, die zu 100 % in die ökologische Finanzierung einfließen, die Kundeneinlagen übertreffen. Dies war in den vergangenen Geschäftsjahren stets der Fall:

Umweltgarantie-Deckungsgrad

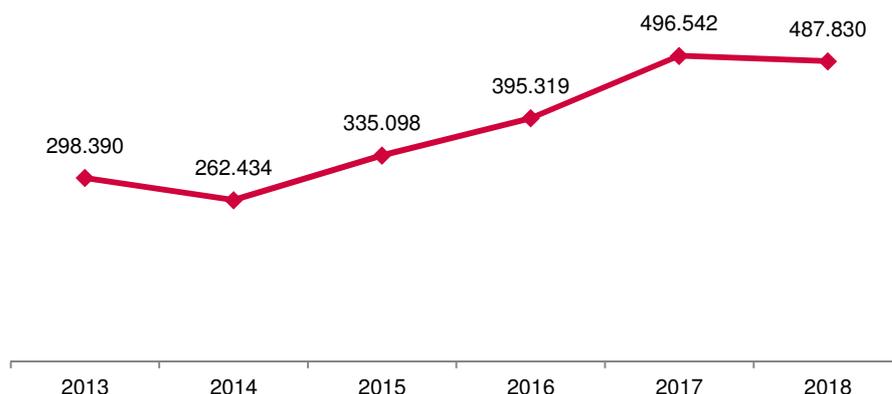


Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Zusätzlich hierzu weist die Gesellschaft, neben einer umfangreichen Darstellung der CO₂-Einsparungen in den betriebsinternen Prozessen, auch eine CO₂-Bilanz des Kredit-

geschäftes aus. Hier wird die Verringerung der CO₂-Emissionen dargestellt, die durch die Kreditvergabe an ökologische Projekte erreicht wird. Auf Grundlage des Greenhouse Gas Protocols werden dabei die Emissionen, die beim Bau der Anlagen (Solar, Wind etc) anfallen, ermittelt und den Einsparungen gegengerechnet. Im Saldo wurden in 2018 Einsparungen in Höhe von 487.830 tCO₂e (Tonnen an CO₂-Äquivalent) erzielt. Zur Einordnung: in Gesamtdeutschland wird der tägliche Ausstoß auf etwa 2,37 Mio. tCO₂e geschätzt (Quelle: Umweltbundesamt).

CO₂e-Einsparungen durch Kreditvergabe an ökologische Projekte



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Produktpalette der Umweltbank

Mit dem ausschließlichen Angebot einer grünen Produktpalette setzt die UmweltBank AG die ökologische Ausrichtung konsequent um. Neben dem klassischen Sparkonto bietet die Gesellschaft unter anderem grüne Fondsprodukte an, geht ökologische Beteiligungen ein, bietet ökologische Versicherungen an und finanziert grüne Projekte. Mit der geplanten Einführung des Girokontos im Jahr 2021 soll künftig auch der Zahlungsverkehr für Privatkunden abgedeckt werden. Dabei fungiert die UmweltBank AG als Direktbank, ohne klassisches Filialgeschäft.



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Anlegen & Vorsorgen

Der Bereich Anlegen & Vorsorgen, in dem die Spar-, Investitions- und Versicherungsprodukte der UmweltBank AG gebündelt sind, stellt die Mittelherkunft für die Projektfinanzierung bzw. für die ökologischen Beteiligungen dar. Besonders im Vordergrund stehen hier die Sparprodukte, mit dem UmweltPluskonto, welches mit einem Volumen in Höhe von 1.262,61 Mio. € die meisten Kundeneinlagen aufweist. Ergänzend zu diesem flexibel verfügbaren grünen Tagesgeldkonto bietet die Gesellschaft ein klassisches Sparbuch (UmweltSparbuch) oder als Festgeldanlage einen UmweltSparbrief an. Weitere Produkte, wie UmweltSparverträge oder Wachstumssparen ergänzen den Anlagebereich der Gesellschaft.

Die Investitionsprodukte der UmweltBank AG umfassen neben dem Angebot von Aktien ökologisch ausgerichteter Unternehmen auch offene Investmentfonds, die ebenfalls nachhaltigen Kriterien entsprechen. In den Depots der UmweltBank AG dürften dabei nur Wertpapiere gehalten werden, die den grünen Anlagegrundsätzen des Kreditinstitutes entsprechen. UmweltBank-Kunden können bei der Investitionsentscheidung auf eine vordefinierte Auswahl an Produkten, wie etwa im Fondsbereich der Ökoworld ÖkoVision Classic, der B.A.U.M. Fair Future Fonds A etc. oder im Aktienbereich neben der UmweltBank-Aktie auf 2G Energy AG, Cropenergies AG etc. zurückgreifen.

Ökologische Unternehmens- oder Projektanleihen sind ein weiteres Investitionsinstrument für UmweltBank-Kunden. Auch hier wird eine Vorauswahl für die Kunden getroffen, wobei das Kreditinstitut mit Geschäftspartnern zusammenarbeitet, die über langjährige Erfahrung in ihrem jeweiligen Segment verfügen und dabei sowohl ökologische als auch ökonomische Kriterien erfüllen. Besonders im Fokus steht derzeit die Emission einer Anleihe der UmweltProjekt AG (UmweltProjekt-Anleihe I), einer 100 %igen Tochtergesellschaft der UmweltBank AG, in dem das Beteiligungsgeschäft der UmweltBank AG gebündelt ist (siehe nachfolgendes Kapitel „Finanzieren“).

Abgerundet wird der Investitionsbereich von der Emission der eigenen Genussrechte bzw. UmweltBank-Anleihen. Da Genussrechte bis zum Inkrafttreten von Basel III noch zum haftenden Eigenkapital gezählt wurden, hatte die UmweltBank AG in der Vergangenheit die Genussrechts-Emission als ein Instrument zur Erfüllung der Kapitalvorgaben genutzt. Dementsprechend stehen aktuell noch 12 Genussrechte aus, die aber sukzessive aus der Anrechenbarkeit als haftendes Eigenkapital herausfallen. Als Ersatz bzw. Nachfolgeprodukt dafür hat die UmweltBank AG in den vergangenen beiden Geschäftsjahren nachrangige Wertpapiere wie etwa den Umweltbank AG CoCo-Bond oder der UmweltBank AG Green Bond emittiert.

Im Versicherungsbereich tritt die UmweltBank AG als Vermittlerin zwischen Kunden und Versicherern auf, wobei auch hier die eingezahlten Beträge ausschließlich ökologischen Aspekten unterliegen.

Finanzieren

Wie dargestellt, umfasst der Finanzierungsbereich, also die Aktivseite der UmweltBank AG, in erster Linie Kredite, die einen ökologischen Zweck erfüllen müssen. Darüber hinaus beziehen Baufinanzierungen auch soziale Aspekte ein und damit stehen etwa Baugemeinschaften, Mehrgenerationenhäuser, faire Investorenprojekte oder studentisches Wohnen im Fokus der UmweltBank AG. Es werden auch maßgeschneiderte Finanzierungslösungen für Windkraftprojekte (Einzelanlagen, Repowering, Ablösung alter Finanzierungen) und Photovoltaikprojekte (neue Projekte, Finanzierung von Portfolios, Repowering, Ablösung und Neustrukturierung alter Finanzierungen) angeboten. In

diesen drei Segmenten verfügt die Beratermannschaft der UmweltBank AG über ein besonders ausgeprägtes Know-How. Hervorzuheben ist dabei der Umstand, wonach die Kredite der UmweltBank AG in der Regel eine umfangreiche Besicherung aufweisen. Zusätzlich zur grundpfandrechtlichen Besicherung bei den Immobilienfinanzierungen werden beispielsweise Abtretungen der künftigen Einnahmen bei den Projekten als Besicherung herangezogen.

Neben der klassischen Fremdkapitalfinanzierung beteiligt sich die UmweltBank AG über die 100%ige Tochtergesellschaft UmweltProjekt AG satzungskonform an ökologischen und sozialverträglichen Projekten und agiert somit als Eigenkapitalgeber. Für die Finanzierung dieses Beteiligungsgeschäftes befindet sich derzeit eine UmweltProjekt-Anleihe mit einem Volumen von 20 Mio. € in der Emission. Als mögliche Beteiligungsformen können Investitionen in bestehende Projekte, Projekte vollständig oder mit Partnerunternehmen erworben werden. Derzeit erzielt die UmweltProjekt AG Erträge mit der mehrheitlichen Beteiligung an zwei Projekten (Wohnungsbau, Solarpark) sowie mit Minderheitsbeteiligungen an insgesamt acht Projekten (Wohnungsbau, Windpark, Solarparks):

Beispielinvestments der UmweltProjekt AG

Solarpark Ziegelscheune



Standort: Freiberg in Sachsen
Gesamtinvestition: 17,0 Mio. €
Installierte Leistung: 5,74 MW
Jährlicher Energieertrag: 6.253 MWh (1.700 Haushalte können damit versorgt werden)
Beteiligungsquote: 100 %

Wohnprojekt Güterbahnhof



Standort: Tübingen
Gesamtinvestition: 46,8 Mio. €
Energiestandard: KfW 40
Wohneinheiten: 157, davon 93 Sozialwohnungen und 9 Gewerbeeinheiten
Beteiligungsquote: 93,9 %

Quelle: UmweltBank AG

Regulatorisches Bankenumfeld

Eigenkapitalanforderungen (CRR)

Hartes Kernkapital

Gemäß den Basel III-Richtlinien soll das so genannte harte Kernkapital (engl: Common Equity Tier 1 capital; CET 1) mindestens 4,5 % der risikogewichteten ausgegebenen Kredite ausmachen. Das harte Kernkapital bezieht dabei alle Kapitalbestandteile, die dem Kreditinstitut uneingeschränkt zur Verfügung stehen und damit unmittelbar zur Deckung von Risiken oder Verlusten herangezogen werden können, ein. Üblicherweise gehören dazu das gezeichnete Kapital oder das Grundkapital, das aus der Ausgabe von Aktien einbehaltene Agio, die kumulierten Gewinne und das kumulierte sonstige Ergebnis, die sonstigen Rücklagen sowie die Fonds für allgemeine Bankrisiken.

Gezeichnetes Kapital/Grundkapital

Kapitalrücklage/Agio

Kumulierte Gewinne

Kumuliertes sonstiges Ergebnis

Sonstige Rücklagen

Fonds für allgemeine Bankrisiken

Hartes Kernkapital

Zusätzliches Kernkapital

Das zusätzliche Kernkapital (engl.: Additional Tier 1 capital; AT 1) soll gemäß Basel III-Anforderungen zusammen mit dem harten Kernkapital insgesamt 6,0 % der risikogewichteten Kredite ausmachen und ist per Definition sehr nahe am harten Eigenkapital. Eine der grundsätzlichen Anforderungen an das Kapital dieser Klasse ist die Nachrangigkeit sowie Dauerhaftigkeit der Kapitalbereitstellung. Zudem sollen die Institute die Möglichkeit haben, Teile des zusätzlichen Kernkapitals in hartes Kernkapital umzuwandeln, sofern dieses den Schwellenwert von 5,125 % unterschreitet. Das zusätzliche Kernkapital setzt sich im Wesentlichen aus hybriden Instrumenten zusammen. So haben eine Reihe von Kreditinstituten spezielle Anleihen platziert, die einen nachrangigen Charakter haben und zudem in Eigenkapital umgetauscht werden können.

Ergänzungskapital

Beim Ergänzungskapital (Tier 2 capital) steht der Gläubigerschutz im Insolvenzfall im Vordergrund. Die Instrumente dieser Kapitalgattung müssen dabei für mindestens fünf Jahre zur Verfügung stehen und im Falle einer Insolvenz einen nachrangigen Rückzahlungsanspruch vorsehen. Als typische Instrumente des Ergänzungskapitals können Genussrechte, die eine Mindestlaufzeit von fünf Jahren aufweisen, genannt werden. In der Addition müssen alle drei aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalkomponenten mindestens 8,0 % der risikogewichteten ausgegebenen Kredite ausmachen, wobei das Ergänzungskapital davon einen Anteil von 2,0 % hat.

Antizyklischer Kapitalerhaltungspuffer

Zusätzlich zu der dargestellten Mindestquote in Höhe von 8,0 % der risikogewichteten Aktiva ist der so genannte antizyklische Kapitalerhaltungspuffer hinzuzurechnen. Mit diesem zusätzlichen Sicherungsinstrument sollen Kreditinstitute in Zeiten eines übermäßigen Kreditwachstums einen zusätzlichen Kapitalpuffer aufbauen, der im Krisenfall zum Ausgleich von Verlusten herangezogen werden kann. Maximal kann ein Kapitalpuffer in Höhe von 2,5 % angewendet werden, wodurch die aufsichtsrechtliche Mindestquote auf 10,5 % ansteigen würde. Gemäß der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ist ab dem 01. Juli 2020 erstmals ein Kapitalpuffer in Höhe von 0,25 % anzu-

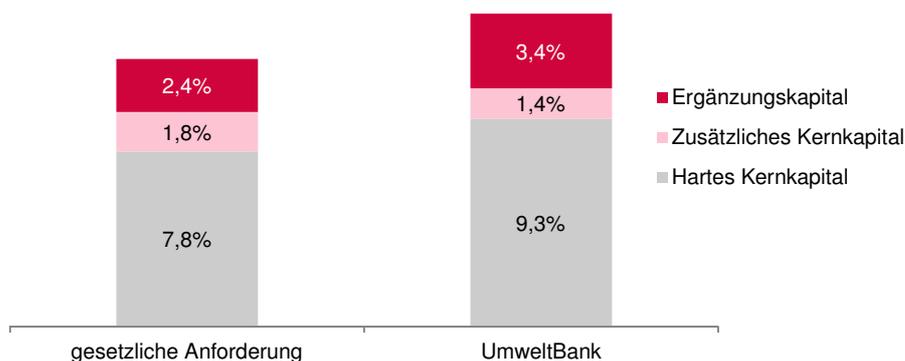
wenden. Als Ursache dafür nennt die BaFin die erhöhte Risikolage für den deutschen Finanzmarkt.

SREP-Kapitalfestsetzung

Zusätzlich zu den allgemein festgesetzten Kapitalisierungsanforderungen werden institutsindividuelle Risiken im Rahmen des so genannten Supervisory Review and Evaluation Process – SREP) berücksichtigt. Dieser spezifische, verpflichtende Zuschlag soll grundsätzlich das Zinsänderungsrisiko sowie andere spezifische Risiken abdecken. Für die Umweltbank belief sich dieser im Geschäftsjahr 2018 auf 1,5 %.

Seit dem 01.01.2019 liegt die gesetzliche Eigenkapitalanforderung (Hartes Kernkapital, Kernkapital, Ergänzungskapital) für die UmweltBank AG bei insgesamt 12,0 % der risikogewichteten Aktiva. Diese setzt sich aus den Mindestvorgaben in Höhe von 8,0 % zuzüglich dem antizyklischen Kapitalerhaltungspuffer in Höhe von maximal 2,5 % sowie der SREP-Kapitalfestsetzung in Höhe von 1,5 % zusammen. Gemäß Unternehmensangaben lagen die Kennziffern für das abgelaufene Geschäftsjahr (zum 31.12.18: 14,0 %) auch aktuell oberhalb der aufsichtsrechtlich vorgeschriebenen Mindestwerte:

Eigenmittelanforderungen vs. Werte der UmweltBank AG



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

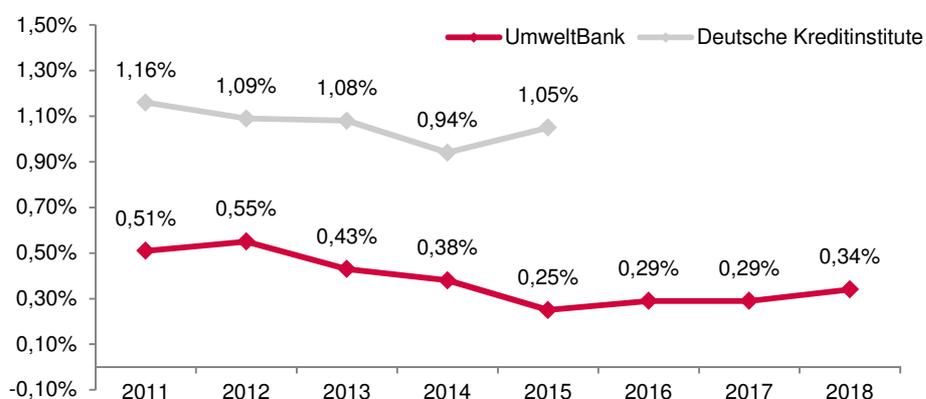
Zusätzliche Eigenkapitalanforderungen im Zusammenhang mit dem Marktrisiko des Handelsbuchs oder der gehaltenen Fremdwährungs- und Rohwarenpositionen sind für die UmweltBank AG nicht relevant. Die von der Gesellschaft gehaltenen Wertpapieranlagen dienen nicht zu Spekulationszwecken sondern werden im Rahmen einer „Buy-and-Hold-Strategie“ gehalten und insofern verfügt die Gesellschaft über keinen Handelsbestand. Zudem werden keine Rohstoffinvestitionen oder ein nennenswertes Geschäft im Ausland getätigt. Da die UmweltBank AG zudem kein Derivate-Geschäft betreibt, müssen auch hierfür (CVA-Risiko; Risiko im Derivate-Geschäft) keine gesonderten Eigenkapitalanforderungen berücksichtigt werden.

Kreditrisiko/Adressenausfallrisiko

Das Kreditrisiko, also der mögliche Verlust, der sich durch den Ausfall eines Kredites oder durch die Bonitätsverschlechterung eines Kreditnehmers ergibt, muss zur Bestimmung der Mindesteigenkapitalanforderung herangezogen werden. Da es sich beim Kreditbestand der UmweltBank AG vornehmlich um Spezialfinanzierungen von ökologischen Projekten handelt, werden bei der Beurteilung des Kreditrisikos in erster Linie interne Parameterschätzungen hinsichtlich der Ausfallwahrscheinlichkeit sowie der Verlustquote angewendet. Dabei stellen die persönliche Bonität des Kreditnehmers, die Einkommens- sowie die Vermögensverhältnisse, die Grundpfeiler der ökonomischen Risikobeurteilung dar. Darüber hinaus gilt es festzuhalten, dass die Umweltbank aus-

schließlich Kredite für die Realisierung ökologischer Projekte insbesondere aus dem Segment erneuerbare Energien und dem Wohnbereich vergibt, welche in der Regel eine angemessene Besicherung ermöglichen. Aufgrund der damit nahezu vollständigen Besicherung der gesamten Kundenforderungen weist die UmweltBank AG eine vergleichsweise niedrige Quote bei den Wertberichtigungen auf. Zum 31.12.2018 belief sich der Risikovorsorgebestand (Einzel- und Pauschalwertberichtigungen) auf insgesamt 8,07 Mio. €, was bezogen auf das ausgegebene Kreditvolumen in Höhe von 2.393 Mio. € einer vergleichsweise niedrigen Quote von 0,34 % entspricht. Gemäß zuletzt verfügbaren Daten belief sich die an den Nettokrediten bemessene Risikovorsorge der deutschen Banken im Jahr 2015 bei 1,05 % (Quelle: Deutsche Bundesbank, 15.11.18). Der im Vergleich dazu niedrigere Wert der UmweltBank AG reflektiert den hohen Anteil besicherter Kredite und damit die erheblich höhere Kreditqualität.

Wertberichtigungen auf Kundenforderungen



Quelle: UmweltBank AG; Deutsche Bundesbank; GBC AG

Gleichzeitig gehen besicherte Kredite, die damit eine günstige Risikogewichtung mit sich bringen, mit einer geringeren Anforderung hinsichtlich der Eigenkapitalunterlegung einher.

Organe der Gesellschaft

Goran Bašić



Goran Bašić studierte zunächst Betriebswirtschaftslehre an der Universität Sarajevo und anschließend Volkswirtschaftslehre an der Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg. Sein Studium schloss er im Mai 1997 als Diplom-Volkswirt ab. Vor seiner Tätigkeit bei der UmweltBank arbeitete er für die International Projekt Consult GmbH, Frankfurt, in deren Auftrag er die ProCredit Bank, einen Finanzdienstleister für Klein- und Kleinunternehmen in Sarajevo gründete, aufbaute und leitete. Bei der UmweltBank ist Goran Bašić seit Juli 1999 angestellt. Er war zunächst als Kreditsachbearbeiter und Firmenkundenbetreuer tätig, wurde 2008 zum stellvertretenden und 2011 zum Abteilungsleiter der Projektfinanzierung ernannt. Zum 1. Juli 2014 wurde Goran Bašić in den Vorstand der UmweltBank berufen.

Jürgen Koppmann



Herr Jürgen Koppmann studierte nach seiner Ausbildung zum Bankkaufmann bei der Bayerischen Vereinsbank Betriebswirtschaftslehre an der Universität Regensburg und schloss 1996 als Diplom Kaufmann ab. Sein erster Arbeitgeber direkt nach dem Studium im Juli 1996 war die Nürnberger UmweltBank, noch in der Gründungsphase, wo er als Kreditsachbearbeiter mit den Aufgabenschwerpunkten Firmenkundenbetreuung und Projektfinanzierung startete. Nach der Ernennung zum Teamleiter im April 1998, übernahm Jürgen Koppmann im Juli 1998 die Leitung der Abteilung Projektfinanzierung. Am 1. Januar 2002 wurde Jürgen Koppmann in den Vorstand berufen, dem er bis Ende 2014 angehörte. In den Jahren 2015 bis 2016 war er Geschäftsführer der stadtblau GmbH und Vorstand der wohnblau eG, beides Gesellschaften zur Entwicklung von sozialen Bauprojekten. Ab Februar 2017 war Jürgen Koppmann wieder für die UmweltBank tätig und leitete dort zunächst die Abteilung Marketing und Kommunikation. Mit Wirkung zum 1. Dezember 2017 hat der Aufsichtsrat der UmweltBank Jürgen Koppmann erneut in den Vorstand berufen.

Stefan Weber



Herr Stefan Weber absolvierte zunächst eine Ausbildung zum Bankkaufmann mit anschließendem Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg. Nach dessen Beendigung startete er 1995 als Vermögensberater bei der D.U.T. UmweltTreuhand GmbH. Dort wirkte er maßgeblich an der Gründung der heutigen UmweltBank mit, zu der er mit Bankstart wechselte. Stefan Weber wurde bereits im Juli 1997 zum Leiter der heutigen Abteilungen Finanzen und IT ernannt. Mit Wirkung zum 1. Januar 2015 wurde Stefan Weber zudem in den Vorstand der UmweltBank berufen.

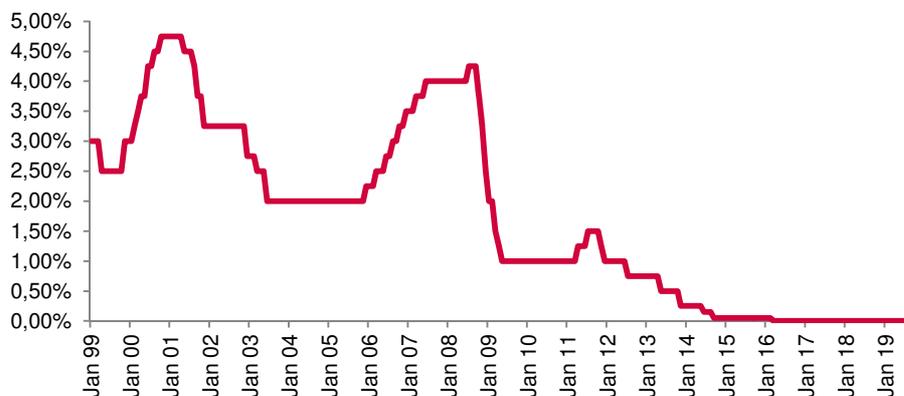
MARKT UND MARKTUMFELD

Als Kreditinstitut ist die UmweltBank AG in einem Marktumfeld tätig, welches, neben den dargestellten regulatorischen Vorgaben, in erster Linie stark von der allgemeinen Geld- und Zinspolitik geprägt ist. Wie im nachfolgenden Kapitel „Historische Unternehmensentwicklung“ dargestellt, hat das allgemeine Zinsumfeld eine starke Auswirkung auf die Umsatz- und Ergebnissituation des Kreditinstitutes. Ausgehend von der ausschließlichen Kreditvergabe in den Bereichen Windenergie, Solarenergie und ökologisch-soziales Bauen, ist die UmweltBank AG zudem weiteren speziellen Markteinflüssen ausgesetzt.

Zinsumfeld und Kreditvergabe

Es ist bekannt, dass die aktuelle expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank zur Stützung der Konjunktur und zur Versorgung der Finanz- und Konsummärkte mit Liquidität mit einem historisch niedrigen Zinsumfeld einhergeht. Seit März 2016 liegt der Leitzins (Hauptrefinanzierungssatz) stabil bei 0,0 %, die Einlagenfazilität, also der Einlageersatz der Banken, die das Geld bei der EZB parken, liegt seit 2014 sogar im negativen Bereich. Kurzfristig ist hier nicht mit einem Zinsanstieg zu rechnen. Aus dem geldpolitischen Beschluss der EZB aus Oktober 2019 geht hervor, dass es vor dem zweiten Halbjahr 2020 keinesfalls zu einer Anhebung der Zinssätze kommen wird. Im Gegenteil, die EZB hat im September 2019 die Wiederaufnahme der Anleihekäufe in einem Volumen von 20 Mrd. € monatlich angekündigt, nachdem das Aufkaufprogramm zwischenzeitlich ausgesetzt war.

Entwicklung der EZB-Leitzinsen (Hauptrefinanzierungssatz)

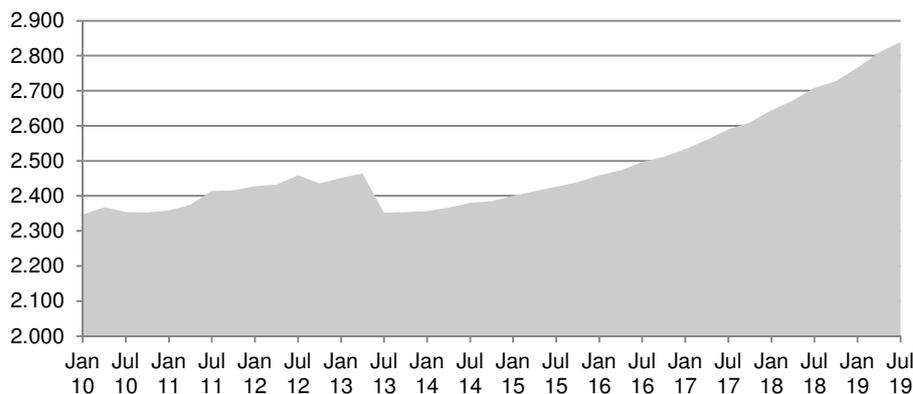


Quelle: Europäische Zentralbank

Die beabsichtigte Wirkung hinter diesen geldpolitischen Maßnahmen, die Kreditvergabebereitschaft der Banken aufgrund der günstigen Refinanzierung zu erhöhen und damit konjunkturelle Reize zu setzen, ist zum Teil eingetreten. Auf der anderen Seite werden die derzeit historisch günstigen Konditionen von den Konsumenten bzw. von den Unternehmen für eine verstärkte Kreditnachfrage genutzt.

Demzufolge ist das an Privatpersonen und Unternehmen vergebene Kreditvolumen in Deutschland, trotz des gesamtwirtschaftlichen seitwärtsgerichteten Trends, spürbar angestiegen. Gemäß Statistiken der deutschen Bundesbank belief sich das Volumen der ausstehenden Kredite im Juli 2017 auf rund 2.840 Mrd. € und damit um 4,8 % oberhalb des Vorjahreswertes. In den vergangenen fünf Jahren, also im Zeitraum, in dem sich der EZB-Leitzins auf einem Niedrigstwert eingependelt hat, ist dabei eine zunehmende Dynamik beim Kreditwachstum zu erkennen:

Ausstehende Kredite in Deutschland (in Mrd. €)



Quelle: Deutsche Bundesbank

Der direkte Zusammenhang aus niedrigem Zinsniveau und steigenden Kreditvolumen lässt, auf Grundlage eines unveränderten Zinsumfelds, eine unveränderte Entwicklung der Kreditnachfrage erwarten. Auch wenn derzeit eine tendenzielle Verschärfung der Kreditrichtlinien vorliegt, wird im Rahmen des von der Deutschen Bundesbank durchgeführten „Bank Lending Survey“ mit einer steigenden Kreditnachfrage gerechnet.

Vor dem Hintergrund des aktuellen Zinsumfelds liegt für die UmweltBank AG derzeit eine hohe Kreditnachfrage vor, zur Bedienung dessen sich das Kreditinstitut zu günstigen Konditionen refinanzieren kann. Auf der anderen Seite liegen die Kreditkonditionen ebenfalls auf niedrigem Niveau, so dass, bei steigenden Kreditvolumina, niedrigere Zinserträge und Zinsaufwendungen vorliegen.

Ökologische Produkte am Finanzmarkt

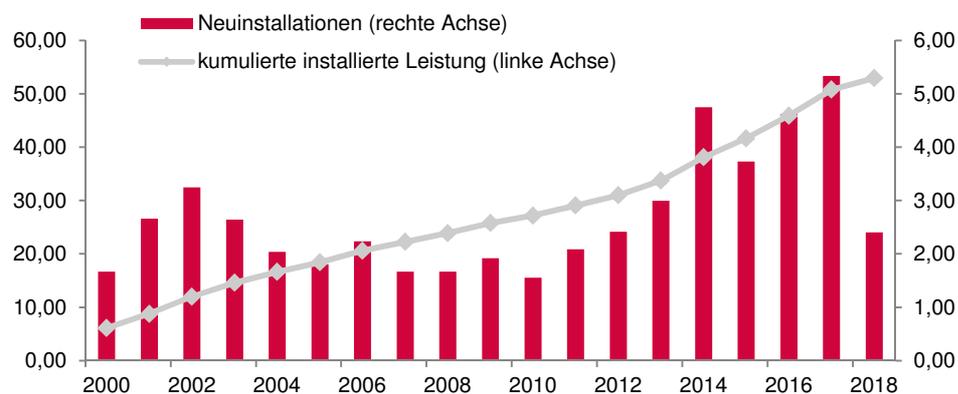
Das Pariser Klimaabkommen im Jahr 2015 war ein essenzieller Richtungsweiser, indem es darin forderte, dass die Finanzmittelflüsse in Einklang gebracht werden mit einer hinsichtlich der Treibhausgase emissionsarmen und gegenüber Klimaänderungen resistenten Entwicklung. Dementsprechend fand ein Umdenkprozess bei einer Vielzahl von Unternehmen statt, vor allem durch neue Zielsetzungen im Bereich der Reduktion gegenwärtiger Emissionen von Treibhausgasen. Ebenso stehen Investitionen in innovative, insbesondere CO₂-arme Technologien im Fokus der Unternehmen.

Finanzierungsinstrumente, die auf Nachhaltigkeitsziele ausgerichtet sind, haben dabei an den Finanzmärkten an Bedeutung gewonnen. Daher baut die Finanzindustrie ihre Expertise in diesem Segment aus. Neben der Rendite, Liquidität und klassischen Risiken im Rahmen der Geldanlage, fallen Nachhaltigkeitsaspekte immer mehr ins Gewicht. Die Basis hierfür ist im enormen Investitionsbedarf, sowohl im öffentlichen als auch im privaten Sektor, zu sehen. Die Weltbank, die OECD und das Umweltprogramm der Vereinten Nationen schätzen, dass bis 2030 allein Infrastrukturinvestitionen in Höhe von jährlich 6,9 Billionen US-\$ notwendig wären, um die langfristigen Klimaziele zu erreichen. Der schonende Umgang mit natürlichen Ressourcen, weitere Infrastrukturinvestitionen und die Reduzierung umweltschädlicher Emissionen zählen zu den Wachstumstreibern für nachhaltige Finanzierungen. Ebenso ist klar, dass Unternehmen grundlegende Veränderungen der Produktionsprozesse herbeiführen müssen und gegebenenfalls Lieferketten anpassen. Die steigenden Investitionsvolumina liefern die Basis für eine steigende Anzahl an Umweltprojekten und somit eine weiter steigende Kreditnachfrage im Bereich regenerativer Energierträge, wie Wind- und Solarkraft.

Windenergiebranche als wichtiger Kreditabnehmer

Im Geschäftsjahr 2018 wurden insgesamt 26 % der von der UmweltBank AG vergebenen Kredite für die Finanzierung von Windenergieprojekten verwendet. Dabei wurden sowohl neue Projekte finanziert als auch bei bestehenden Projekten die Ablösung bestehender Finanzierungen vorgenommen. Darüber hinaus wurden Kredite auch für Repowering-Maßnahmen neu vergeben. Über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg hatte das Kreditinstitut dabei von einer anhaltend positiven Branchenentwicklung in Deutschland profitiert. Mit einer installierten Onshore-Leistung in Höhe von 59,3 GW befinden sich in Deutschland rund 35 % der in Europa installierten Windenergieanlagen:

Jährliche Entwicklung der Windenergieleistung an Land in Deutschland (in GW)



Quelle: BWE Bundesverband WindEnergie; GBC AG

Seit Anfang 2018 lässt sich jedoch eine deutlich rückläufige Entwicklung bei den Neuinstallationen erkennen. Während die im Jahr 2018 neu installierte Leistung in Höhe von 2,4 GW um 55 % unter dem Vorjahreswert lag, kam es in den ersten sechs Monaten 2019 zu einem regelrechten Einbruch bei den Neuinstallationen. Der Brutto-Zubau des ersten Halbjahres 2019 in Höhe von 287 MW lag um 82 % unter dem Vorjahreswert.

Ein Grund für diese Entwicklung ist im Wechsel des Fördersystems zu sehen. Nachdem im Jahr 2017 das alte Fördersystem nach EEG 2014 ausgelaufen war, gelten nun Ausschreibungen als neues Standardfördersystem für neue Windenergieanlagen. Kernpunkt des Ausschreibungssystems ist es, die Direktvermarktung stärker in die Förderung einzubeziehen und damit die Abkehr von den bisherigen staatlich festgelegten Fördersätzen. Gemäß derzeit geltendem Ausschreibungsverfahren sollen die wirtschaftlich sinnvollsten Projekte gefördert werden, jedoch unter Einbezug standortspezifischer Charakteristika. Projekte, die erfolgreich am Ausschreibungsverfahren teilgenommen haben, werden für die Dauer von 20 Jahren mit einem individuell anzulegenden Wert gefördert. Der Förderanteil gleicht die Schwankungen der Strompreise bei der Einspeisung in die Stromnetze aus, so dass der Windenergieanlagen-Betreiber konstante Einnahmen aufweist. Typischerweise ruft ein solcher Wechsel Vorzieheffekte hervor, was besonders am starken Anstieg der Neuinstallationen in 2017 und am anschließenden starken Rückgang in 2018 zu erkennen ist.

Die Windenergie hat aber ein grundsätzliches Akzeptanzproblem bei den Menschen, die in der Nähe von Windkraftanlagen leben. Aufgrund einer Vielzahl von Klagen ziehen sich die Genehmigungsverfahren stark in die Länge, was einen direkten Einfluss auf die Rentabilität der Projekte hat. Um die grundsätzliche Akzeptanz zu verbessern soll künftig, so die Pläne der Bundesregierung, der Mindestabstand von Windanlagen zu Wohngebäuden auf 1.000 Meter vergrößert werden, was den Ausbau der Windenergie erheblich erschweren würde. Es lässt sich derzeit nicht seriös abschätzen, wie sich die Onshore-Windenergie in Deutschland weiterentwickeln wird. Fakt ist, dass die Ausbauziele der

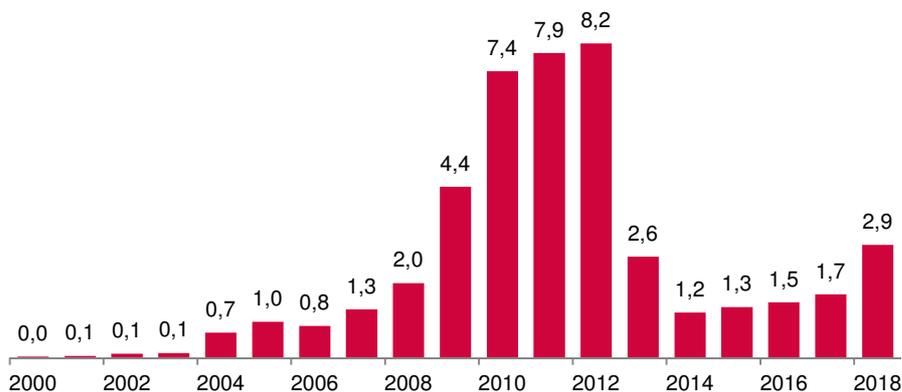
Bundesregierung bis zum Jahr 2030 einen Anteil der erneuerbaren Energien an der Stromerzeugung von etwa 65 % (2018: 37,8 %) vorsehen. Neben Standorterweiterungen sollen dabei auch ältere, leistungsschwache Anlagen durch moderne Windenergieanlagen (Repowering) ersetzt werden.

Die aktuell deutlich eingetrübte Lage der Windenergiebranche sollte sich auf die Kreditvergabe der UmweltBank AG nicht vollumfänglich auswirken. Speziell der Umstand, wonach die UmweltBank AG auch Kredite bestehender Anlagen refinanziert, verringert die Abhängigkeit von der Entwicklung der Neuinstallationen.

Solarbranche als wichtiger Kreditabnehmer

Die Solarbranche, in der die UmweltBank AG mit 37 % der Ende 2018 ausstehenden Kredite das höchste Kreditengagement aller Branchen aufweist, war bereits vor einigen Jahren von einem starken Rückgang bei den Neuinstallationen betroffen. Nachdem in 2013 der Zubau mit Photovoltaik-Anlagen nach der Änderung der Förderbedingungen praktisch zum Erliegen gekommen war, hat in den vergangenen fünf Jahren eine Stabilisierung auf niedrigem Niveau stattgefunden, mit leicht aufwärtsgerichteten Tendenzen. In 2018 legten die Neuinstallationen wieder spürbar auf 2.94 GW zu, was in etwa einer Verdoppelung der Werte der vergangenen Jahre entspricht.

Neu Installierte Photovoltaik-Leistung in Deutschland (in GW)

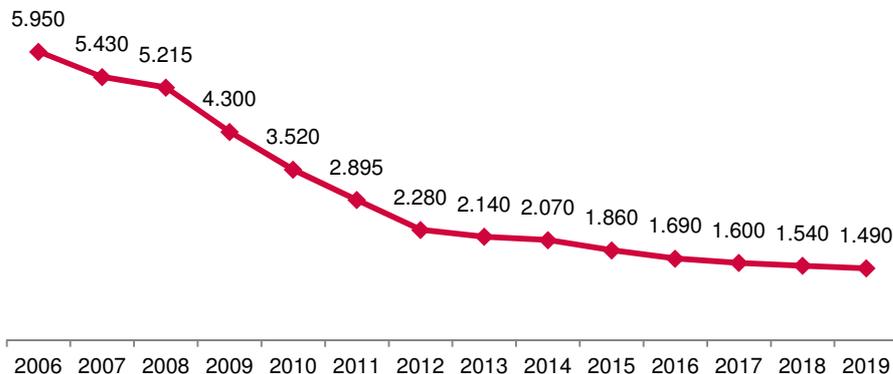


Quelle: AGEE-Stat; GBC AG

Der starke Rückgang in 2013 ist dabei als ein Spiegelbild der rückläufigen Einspeisevergütungen für Solarstrom zu sehen. Im Zuge der so genannten EEG-Reformen hatte der Gesetzgeber dabei die Einspeisevergütung von Solaranlagen sukzessive reduziert. Während noch bei Anlagen, die im Jahr 2013 in Betrieb gegangen sind, die Einspeisevergütung bei 17,02 ct/kWh lag, betrug diese bei Anlagen, die Anfang 2019 in Betrieb gegangen sind, lediglich 11,47 ct/kWh. Auch bei Solaranlagen über 750 kW liegt eine Verpflichtung zur Teilnahme an Ausschreibungen vor, wodurch nur noch die rentabelsten Projekte umgesetzt werden sollen.

Trotz rückläufiger Vergütungssätze lässt sich in Deutschland eine zunehmende Investitionsbereitschaft in Solaranlagen erkennen. Hier spielen die deutlich rückläufigen Preise für Solarmodule eine besondere Rolle, wodurch Projekte auch bei geringeren Fördersätzen rentabel werden. Die Installationskosten sind dabei der wesentliche Kostenfaktor bei Photovoltaik-Anlagen, da die Betriebskosten und Finanzierungskosten (niedriges Zinsniveau) vergleichsweise niedrig sind. Aufgrund rückläufiger Modulpreise ist der Preis für schlüsselfertige Photovoltaik-Anlagen auf zuletzt unter 1.500 €/kWp gefallen. In 2006 lag das Preisniveau mit nahezu 6.000 €/kWp signifikant höher, was die erheblich verbesserten Rentabilitätsbedingungen verdeutlicht:

Preise für schlüsselfertige Photovoltaikanlagen (in €/kWp)



Quelle: rechnerphotovoltaik.de; GBC AG

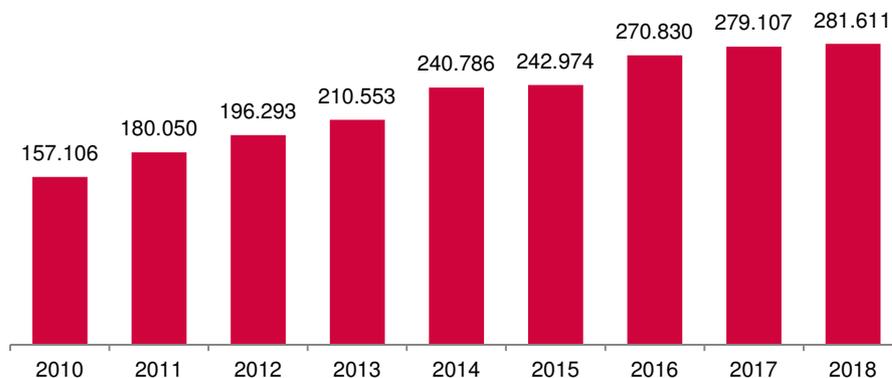
Die Aussichten für die Solarbranche sind vor diesem Hintergrund als grundsätzlich positiv zu werten. Um die Ausbauziele der Bundesregierung zu erreichen, errechnet das Fraunhofer Institut einen jährlichen Photovoltaik-Zubau von 5,0 GW, ein Wert, der deutlich oberhalb des aktuellen Niveaus bei den Neuinstallationen liegt. Nach Angaben des Bundesverbandes Solarwirtschaft müsste zur Erreichung der Klimaschutzziele der jährliche Ausbau sogar bei 10,0 GW liegen. Die UmweltBank AG dürfte unserer Ansicht in diesem Bereich von einer zunehmenden Nachfrage nach Finanzierungslösungen profitieren.

Immobilienbranche als wichtiger Kreditabnehmer

Die UmweltBank AG ist nach eigenen Angaben die führende Bank für die Finanzierung von ökologischen Eigenheimen, Baugemeinschaften sowie nachhaltigen sozialen Miet- und Gewerbeimmobilien. Gemessen am ausgegebenen Gesamtkreditvolumen macht der Immobilienbereich rund 27% aus und ist damit eine der drei wichtigen Branchen für das Kreditinstitut.

Zunächst profitiert die UmweltBank dabei von einem Immobilienmarkt, der sich angesichts niedriger Zinsniveaus sowie fehlender Anlagealternativen in den vergangenen Jahren besonders dynamisch präsentiert. Zwischen 2010 und 2018 ist die Anzahl der fertiggestellten Wohnungen in Deutschland auf jährlich über 281.000 (2010: 157.106) deutlich angestiegen:

Wohnungsfertigstellungen in Deutschland

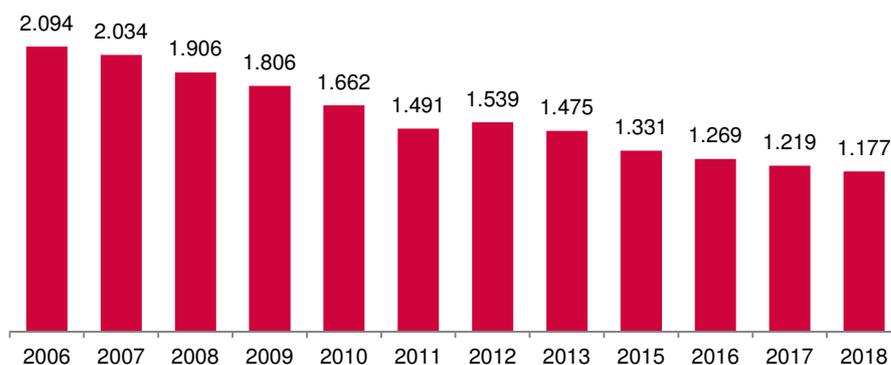


Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG

Trotz des zuletzt deutlichen Anstiegs bei den Wohnungsfertigstellungen, ist am Wohnimmobilienmarkt von einer strukturellen Unterversorgung auszugehen. Gemäß dem Institut der deutschen Wirtschaft liegt der jährliche Bedarf an Wohnungen bei 350.000, eine Größenordnung, die in den vergangenen Jahren nie erreicht wurde. Die Folge daraus sind einerseits rückläufige Leerstände sowie andererseits ein deutlicher Anstieg der Wohnimmobilien- und Mietpreise. Gegenüber 2015 legten die Preise für neu erstellte Wohnimmobilien deutschlandweit um 18,9 %, für bestehende Wohnimmobilien um 22,2 % deutlich zu (Quelle: Statistisches Bundesamt).

Vor diesem Hintergrund machen die Wohnkosten einen immer größeren Anteil an den Gesamtausgaben der Bevölkerung aus. Der Bedarf an günstigen Lösungen sollte hierdurch immer mehr an Bedeutung gewinnen. Zumal in den vergangenen Jahren der Bestand an Sozialwohnungen in Deutschland, nachdem die Gemeinden die Wohnungsprivatisierung erfolgreich vorangetrieben haben, immer stärker zurückgegangen ist. Zwischen 2006 und 2018 sind insgesamt 917 Tausend Sozialwohnungen vom Markt verschwunden, was einem Rückgang von rund 44 % entspricht.

Bestand der Sozialmietwohnungen in Deutschland



Quelle: Statista, GBC AG

Aus einer Studie eines Bündnisses diverser Verbände, wie der Deutsche Mieterbund, die Gewerkschaft IG Bau oder die Caritas, geht hervor, dass ein erhöhtes staatliches Engagement beim Bau von Sozialwohnungen notwendig ist. Aus einer Analyse des Forschungsinstituts Pestel geht hervor, dass der Bestand an Sozialwohnungen bis ins Jahr 2030 sich nahezu verdoppeln sollte, um den Bedarf annähernd decken zu können. Laut Mieterbund sind 6,3 Milliarden Euro von Bund und Ländern nötig, um die oben genannte Zielmarke zu erreichen.

Wie die Entwicklung der vergangenen Jahre verdeutlicht, müssen offensichtlich immer mehr private Bauträger die Aufgabe des Staates übernehmen. Die UmweltBank AG hat sich diesbezüglich in diesem wachstumsstarken Bereich als Finanzierungsspezialist etabliert. Ein Spezialgebiet der UmweltBank AG ist die Finanzierung von Wohnprojekten ohne Gewinnerzielungsabsichten. Neben sozialen und ökologischen Kriterien legt die Bank Wert darauf, dass Bauherren ihre Projekte zum Selbstkostenpreis erstellen. Dadurch können Mitglieder von Baugemeinschaften günstige Wohnungen erwerben. Genossenschaftsmitglieder erhalten ihre Wohnung zur sogenannten Kostenmiete, die in der Regel deutlich günstiger ist als die Marktmiete. Einzelpersonen oder Familien können sich dadurch auch im aktuellen Immobilienmarkt attraktive Wohnlagen leisten.

HISTORISCHE UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

in Mio. €	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018
Zinserträge	80,92	79,61	78,05	72,20	69,69
Zinsaufwendungen	31,76	26,78	24,45	20,03	18,45
Zinsergebnis	49,15	52,84	53,60	52,17	51,23
Provisionserträge	5,84	4,69	4,52	3,21	2,45
Provisionsaufwendungen	0,10	0,11	0,14	0,22	0,19
Provisionsergebnis	5,74	4,58	4,38	2,99	2,26
Laufende Erträge ¹	1,53	2,40	2,21	2,15	2,20
Gesamtaufwendungen ²	61,45	54,70	56,53	50,81	50,21
Jahresüberschuss²	27,54	34,09	32,15	27,66	25,34

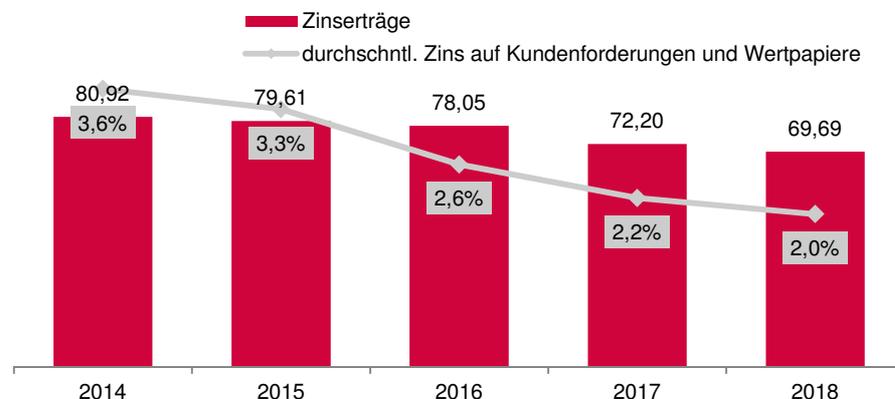
Quelle: UmweltBank AG; GBC AG; ¹aus Aktien, Beteiligungen und Anteilen an verbundenen Unternehmen; ²vor Zuführung zum Fonds für allgemeine Bankrisiken

Historische Einkommens- und Ergebnisentwicklung

Die Geschäftsentwicklung der UmweltBank AG hängt in erster Linie mit den Umsätzen des Kreditgeschäftes (Zinserträge) sowie mit dem dazugehörigen Einlagen- bzw. Finanzierungsgeschäft (Zinsaufwendungen) zusammen. Parallel hierzu erwirtschaftet die Gesellschaft Provisionserträge im Zusammenhang mit dem Vertrieb von Krediten, Wertpapieren und Versicherungen sowie im geringeren Umfang Beteiligungserträge (laufende Erträge).

Über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg war die UmweltBank AG in der Lage, die selbst gesteckten Ziele einer Ausweitung des Geschäftsvolumens zu erreichen. Gemessen am Volumen der vergebenen Kredite, weist das Kreditinstitut zwischen 2014 und 2018 einen starken jährlichen Anstieg (CAGR) in Höhe von 6,3 % auf. In diesem Zeitraum kletterten die vergebenen Kredite damit um insgesamt 27,5 % auf 2.392,77 Mio. € (2014: 1.876,48 Mio. €). Dieser starke Anstieg wurde jedoch von einer sukzessiven rückläufigen Entwicklung der Zinserträge begleitet. Im gleichen Zeitraum minderten sich diese um -13,9 % (CAGR: -3,7 %) auf 69,69 Mio. € (2014: 80,92 Mio. €). Dass sich das grundsätzlich höhere Geschäftsvolumen der UmweltBank AG nicht in einem Anstieg des wichtigsten Ertragspostens manifestiert hatte, ist damit als eine Folge des allgemein rückläufigen Zinsniveaus zu verstehen.

Zinserträge und Ø Zins* auf das Kreditgeschäft (in Mio. €)



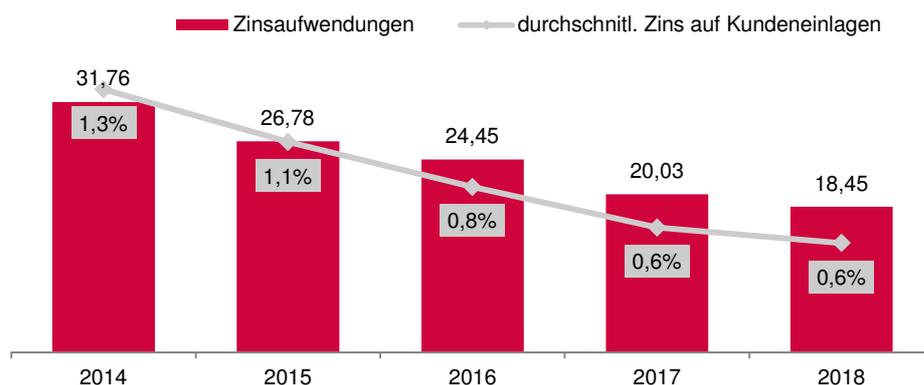
Quelle: UmweltBank AG; GBC AG; *gemäß eigenen Berechnungen

Nach eigenen Berechnungen minderte sich der durchschnittliche Zins auf Kundenforderungen und den gehaltenen festverzinslichen Wertpapieren zwischen 2014 und 2018

erheblich von 3,6 % auf 2,0 %, eine Entwicklung, die mit dem allgemeinen Zinsumfeld korrespondiert.

Auf der Passivseite, also im Bereich der Kundeneinlagen und der Bankfinanzierungen, profitierte die UmweltBank AG hingegen von der allgemein rückläufigen Zinsentwicklung und damit von einem signifikanten Rückgang bei den Zinsaufwendungen. Nach unseren Berechnungen hat sich der durchschnittliche FK-Zins (Kundeneinlagen und Bankkredite) zwischen 2014 und 2018 von 1,3 % auf 0,6 % mehr als halbiert:

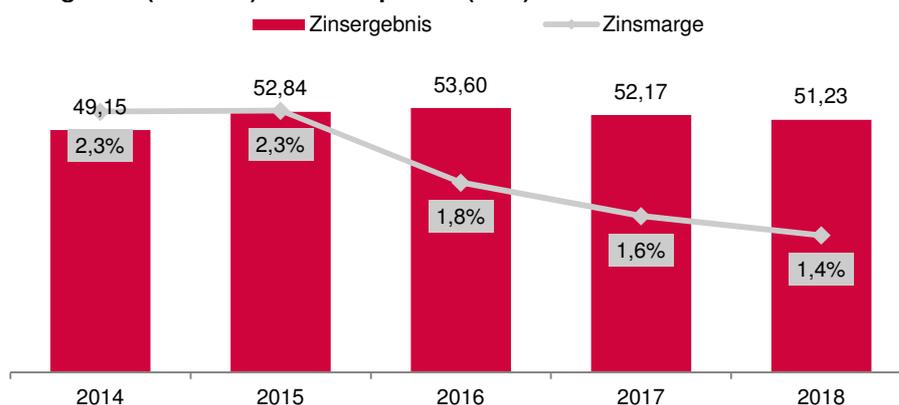
Zinsaufwendungen und Ø Zins* auf Einlagen und Bankfinanzierungen (in Mio. €)



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG; *gemäß eigenen Berechnungen

In Summe wurden die rückläufigen Zinserträge von den niedrigeren Zinsaufwendungen weitestgehend kompensiert, was zu einer grundsätzlich konstanten Entwicklung des Zinsergebnisses geführt hatte. Dieses hatte sich in den vergangenen Geschäftsjahren in einem engen Korridor zwischen 49,15 Mio. € und dem Höchstwert von 53,60 Mio. € eingependelt. Auch beim Zinsergebnis wird es ersichtlich, dass das ausgeweitete Geschäftsvolumen, ausgedrückt in einem Anstieg der ausgegebenen Kredite, vom allgemein rückläufigen Zinsniveau aufgezehrt wurde.

Zinsergebnis (in Mio. €) und Zinsspanne* (in %)

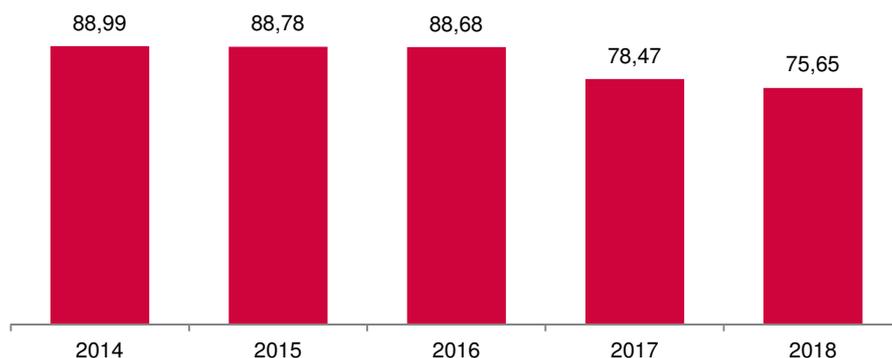


Quelle: UmweltBank AG; GBC AG; *gemäß eigenen Berechnungen

Neben den Zinserträgen erwirtschaftet die UmweltBank AG Provisionen aus dem Kreditgeschäft sowie aus dem Vertrieb von Versicherungen und dem Verkauf von Wertpapieren. Das Provisionsergebnis unterlag in den vergangenen Geschäftsjahren dabei insbesondere, nachdem die Bearbeitungsgebühren für Darlehen vom BGH als unzulässig deklariert wurden, einer rückläufigen Tendenz und belief sich in 2018 auf 2,26 Mio. € (VJ: 2,99 Mio. €).

Abgerundet wird die Einkommenseite der UmweltBank AG von laufenden Erträgen (Erträge aus verbundenen Unternehmen, Beteiligungen) sowie von Handelserträgen, die jedoch in der Höhe eine nur untergeordnete Bedeutung spielen. Grundsätzlich agiert die UmweltBank AG bei dem geringen Handelsbestand nach der Buy-and-Hold-Strategie und ist hier nicht den typischen marktbedingten Risiken ausgesetzt. Aufgrund der dargestellten rückläufigen Entwicklung der Zinserträge, die für immerhin 92,1 % der Gesamterträge verantwortlich sind, minderten sich die Gesamterträge in der Tendenz ebenfalls:

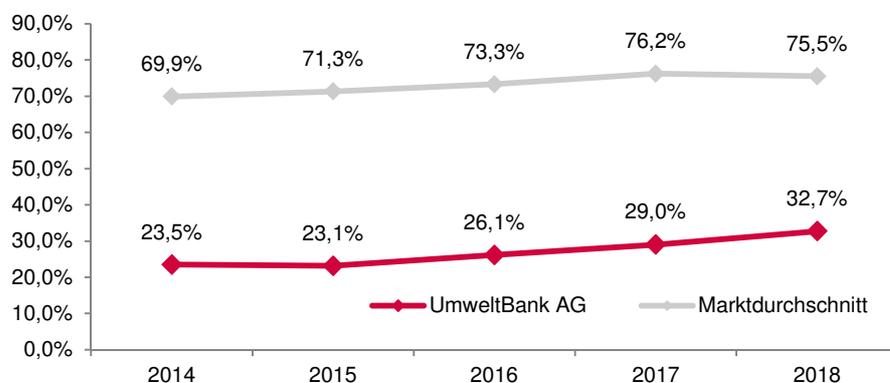
Gesamterträge (in Mio. €)



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Bei einer Cost-Income-Ratio (CIR) in Höhe von 32,7 % (VJ: 29,4 %) weist die UmweltBank AG äußerst schlanke Kostenstrukturen auf. Besonders sichtbar wird dies anhand eines Marktvergleiches, der über alle Bankenkategorien hinweg deutlich höhere Werte offenbart. In 2018 lag die in Deutschland ermittelte Cost-Income-Ratio mehr als doppelt so hoch als bei der UmweltBank AG, was ein starkes Indiz für die gute Kostenaufstellung der Gesellschaft ist. Der tendenzielle Anstieg der CIR ist einerseits eine Folge der rückläufigen Ertragsentwicklung sowie andererseits auf steigende Verwaltungsaufwendungen zurückzuführen. Im Zuge des ausgebauten Geschäftes hatte die UmweltBank AG beispielsweise die Anzahl der Beschäftigten zum 31.12.18 auf 172 (31.12.17: 153 Mitarbeiter) ausgebaut. Damit zusammenhängend weist die UmweltBank AG auch bei den EDV-Kosten, Marketingkosten etc. weitere Steigerungen auf.

Cost-Income-Ratio und Marktvergleich



Quelle: UmweltBank AG; Deutsche Bundesbank; GBC AG

Ein wichtiger Faktor für die niedrige Aufwand-Ertrags-Relation ist das grundsätzliche Fehlen einer kostspieligen Filialstruktur. Die UmweltBank AG betreibt dabei das Anlagengeschäft sowie das Kreditgeschäft als Direktbank. Neben der daraus resultierenden niedrigen Kostenbasis im Verwaltungsbereich ist auch die Produktpalette schlank aufge-

stellt. Die Gesellschaft bietet dabei beispielsweise noch keine Girokonten bzw. Konten für den gewöhnlichen Zahlungsverkehr an, die sowohl vom technischen Aspekt als auch unter Regulierungsgesichtspunkten vergleichsweise kostspieliger sind.

Ein weiterer Faktor des niedrigen Aufwands-Ertrags-Verhältnisses ist die geringe Risikovorsorge, vor dem Hintergrund, dass die UmweltBank AG nahezu ausschließlich besicherte Kredite vergibt. Es werden dabei keine im Vergleich dazu risikoreichere Konsumentenkredite vergeben oder Dispo-Kredite eingeräumt, so dass die Gesellschaft traditionell nur geringfügige Anpassungen beim Risikovorsorgebestand vornehmen muss. Im abgelaufenen Geschäftsjahr wurden infolge des ausgeweiteten Kreditvolumens 1,46 Mio. € (VJ: 0,36 Mio. €) neu in den Risikovorsorgebestand eingestellt, was bezogen auf das Neukreditvolumen einer sehr niedrigen Quote von 0,27 % (VJ: 0,08 %) entspricht. Insgesamt beläuft sich der Risikovorsorgebestand auf 8,07 Mio. € bzw. 0,34 % des gesamten Kreditvolumens. Gemäß uns vorliegenden Statistiken der Deutschen Bundesbank, die zuletzt im November 2018 aktualisiert wurden, haben die deutschen Banken in 2015 im Durchschnitt eine Kreditrisikovorsorge von 1,05 % gebildet, die damit deutlich höher liegt.

Risikovorsorgebestand (in Mio. €) und in % des Kreditvolumens



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Ohne Berücksichtigung des Postens „Zuführung zum Fonds für allgemeine Bankrisiken“ hat die UmweltBank AG in 2018 einen Jahresüberschuss in Höhe von 25,34 Mio. € (VJ: 27,66 Mio. €) erzielt. Nicht zuletzt aufgrund der sehr niedrigen Cost-Income-Ratio war die UmweltBank AG in den vergangenen Geschäftsjahren dabei stets in der Lage, eine hohe Nachsteuerergebnismarge zu erwirtschaften. Trotz rückläufiger Gesamterträge beläuft sich die darauf bezogene Nachsteuerergebnismarge auf 33,5 % (VJ: 35,3 %), ein im Vergleich zu anderen Kreditinstituten sehr hoher Wert.

Hinweis: da die Zuführungen zum Fonds für allgemeine Bankrisiken in ihrer Höhe grundsätzlich durch den Vorstand frei wählbar sind, sind diese als Steuerungsinstrument für den Ausweis des Nachsteuerergebnisses zu betrachten. Um ein aussagekräftiges Bild zur Ergebnisentwicklung des Kreditinstitutes zu erhalten, haben wir die betrachteten Ergebnisse um diesen Posten bereinigt. Da die Bilanzposition „Fonds für allgemeine Bankrisiken“ vollständig Bestandteil des harten Kernkapitals ist, handelt es sich damit quasi um eine vorweggenommene, also noch vor dem Ausweis des Nachsteuerergebnisses erfolgte, Gewinnthesaurierung.

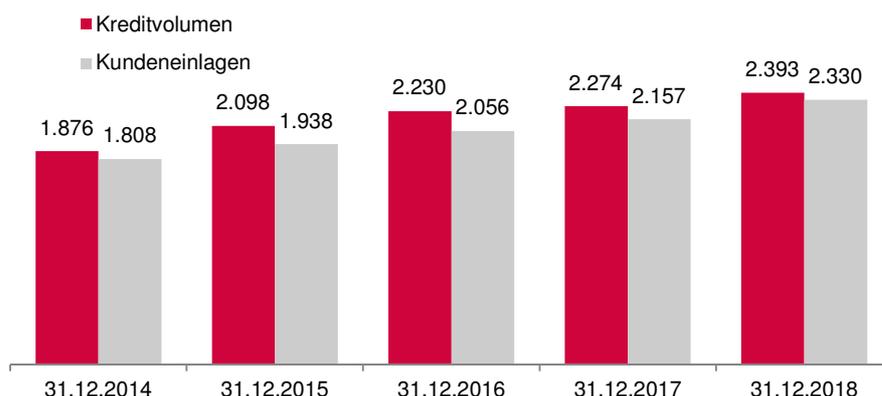
Historische Entwicklung der Vermögens- und Kapitalstruktur

in Mio. €	31.12.14	31.12.15	31.12.16	31.12.17	31.12.18
Bilanzsumme	2.595,41	2.757,67	3.206,24	3.485,00	3.699,12
Bilanzielles Eigenkapital	81,64	90,03	98,43	108,01	119,19
Aufsichtsrechtliches Eigenkapital*	191,7	216,2	256,6	281,6	333,5
davon hartes Kernkapital*	132,6	158,8	181,8	202,0	221,2
davon zusätzliches Kernkapital*	13,1	11,5	29,2	34,2	32,6
davon Ergänzungskapital*	46,1	45,8	45,6	45,4	79,7
Gesamtkapitalquote	10,8%	11,0%	12,0%	12,4%	12,0%
Kernkapitalquote	8,2%	8,7%	9,9%	10,4%	10,0%
Harte Kernkapitalquote	7,5%	8,1%	8,5%	8,9%	8,5%
Kundeneinlagen	1.808,04	1.938,17	2.055,68	2.157,01	2.330,02
Verb. ggü. Kreditinstitute	572,39	570,94	860,73	1.011,95	1.005,59
Kreditvolumen	1.876,48	2.098,15	2.229,82	2.273,56	2.392,77
gehaltene Wertpapiere	373,15	288,44	747,21	1.023,68	1.125,71
Liquide Mittel (inkl. Bankeinlagen)	331,16	354,77	203,87	155,08	144,66

Quelle: UmweltBank AG; GBC AG; *gemäß Unternehmensangabe

Das im Rahmen der GuV-Analyse dargestellte ausgeweitete Geschäftsvolumen der vergangenen Geschäftsjahre, findet sich naturgemäß auch im Bilanzbild der UmweltBank AG wieder. Maßgeblich für die Analyse der Geschäftsentwicklung der UmweltBank ist dabei die erreichte erhebliche Ausweitung des ausstehenden Kreditvolumens, welches im Zeitraum 2014 – 2018 durchschnittlich jährlich (CAGR) um 6,3 % auf 2.392,77 Mio. € (2014: 1.876,48 Mio. €) zugelegt hat. Dabei profitiert die UmweltBank AG zwar grundsätzlich von einer dynamischen Entwicklung im Bereich des so genannten nachhaltigen Bankings, das Kreditinstitut hat jedoch in den vergangenen Geschäftsjahren zudem auch die personelle Grundlage für das erreichte Wachstum ausgebaut. In Konkurrenz zu ähnlichen Kreditgebern positioniert sich die UmweltBank AG, speziell mit der Beratermannschaft, als Know-how-Führer.

Kreditvolumen und Kundeneinlagen (in Mio. €)

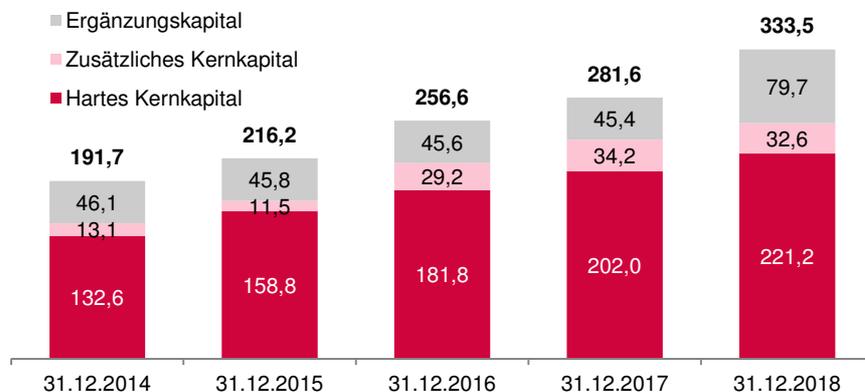


Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Als wichtigste Refinanzierungsquelle der UmweltBank AG dienen die Kundeneinlagen, die analog zum Anstieg des Kreditvolumens gegenüber 2014 mit einem CAGR von 6,5 % eine ebenfalls dynamische Entwicklung aufweisen. Besonders im Fokus der Kundeneinlagen stand dabei das täglich fällige UmweltPluskonto (1.262,61 Mio. €), gefolgt von den Spareinlagen (849,80 Mio. €) und von den UmweltSparbriefen (217,61 Mio. €). Grundsätzlich weisen die Kundeneinlagen dabei eine vergleichsweise geringe Laufzeit auf, mit einem Anteil an täglich fälligen Einlagen in Höhe von 54,2 %. Die langfristige Refinanzierung wird, neben dem Eigenkapital und den UmweltSparbriefen (Laufzeit: 1 – 20 Jahre) in erster Linie durch öffentliche Fördermittel für Umweltprojekte abgedeckt,

darunter von der KfW-Förderbank sowie der Landwirtschaftlichen Rentenbank. Insgesamt belaufen sich die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten auf 1.005,59 Mio. € und stellen damit in etwa ein Drittel der Bilanzsumme der UmweltBank AG dar.

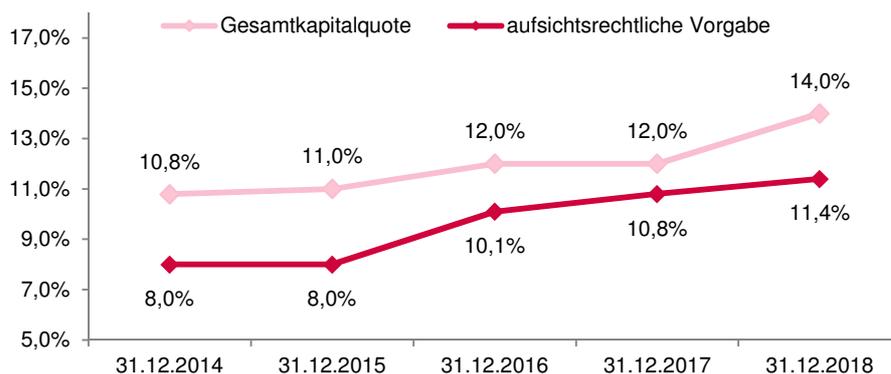
Entwicklung der Bestandteile des Gesamtkapitals (in Mio. €)



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Die Eigenkapitalausstattung der UmweltBank AG, wobei hier auf das aufsichtsrechtliche Eigenkapital Bezug genommen wird, liegt deutlich oberhalb der gesetzlichen Mindestanforderungen und bietet damit einen komfortablen Sicherheitspuffer. Bei einem Gesamtkapital in Höhe von 333,5 Mio. € liegt die Kapitalquote, bezogen auf die risikogewichtete Aktiva, bei insgesamt 14,0 %. Selbst unter Einbezug des notwendigen SREP-Kapitalzuschlages (Supervisory Review and Evaluation Process) in Höhe von 1,5 %, wodurch sich für die UmweltBank AG eine Mindestkapitalquote von 11,4 % ergibt, übertrifft die Eigenkapitalausstattung die aufsichtsrechtlichen Vorgaben. Dies gilt auch für die unterschiedlichen Bestandteile des Gesamtkapitals, bei denen ein jeweils ausreichender Risikopuffer sichtbar ist.

Übererfüllung der aufsichtsrechtlichen Vorgaben

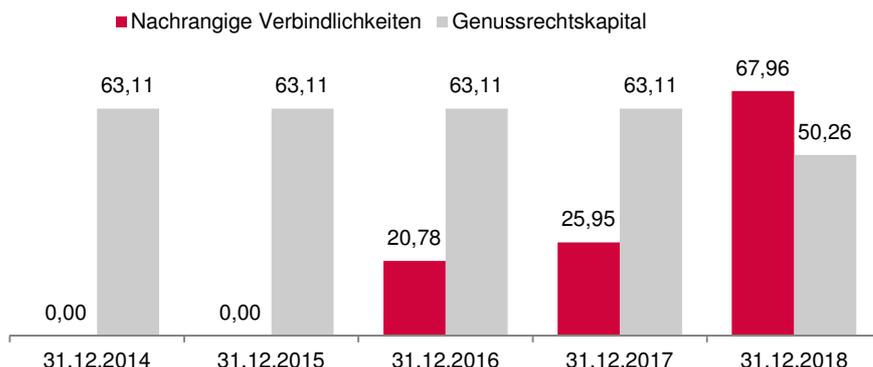


Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Der kontinuierliche Anstieg des Gesamtkapitals in den vergangenen Geschäftsjahren ist einerseits ein Resultat der thesaurierten Bestandteile (nach Dividendenabzug) des grundsätzlich positiven Nachsteuerergebnisses. Bis zum Inkrafttreten von Basel III hatte das Kreditinstitut das haftende Eigenkapital zudem durch die Ausgabe von Genussrechten erhöht, was nach der Vereinheitlichung der Eigenkapitalvorschriften nicht mehr möglich war. Als Ersatz bzw. Nachfolgeprodukt dafür hat die UmweltBank AG insbesondere in den beiden vergangenen Geschäftsjahren nachrangige Wertpapiere emittiert, die die gesetzlichen Voraussetzungen für die Kreditvergabe erfüllen. In 2017 wurde ein so genannter Co-Co-Bond 2016/2017 (ausstehendes Volumen: 25,95 Mio. €) ausgegeben.

Hierbei handelt es sich um eine bedingte Pflichtwandelanleihe, die bei Eintreffen bestimmter Wandlungskriterien eine automatische Wandlung auslöst. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 wurde zudem ein Green Bond junior (ausstehendes Volumen: 22,01 Mio. €), eine Inhaberanleihe mit Nachrangabrede, ausgegeben. Flankierend hierzu wurden in 2018 Namensschuldverschreibungen in Höhe von rund 20,0 Mio. € emittiert. Sukzessive werden dabei die Genussrechte durch die neuen nachrangigen Wertpapiere ersetzt.

Genussrechte und nachrangige Wertpapiere (in Mio. €)



Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Historische Entwicklung des Cashflows

in Mio. €	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018
Cashflow - operativ	-121,31	-1,23	421,57	225,35	148,03
Cashflow - Investition	0,22	4,69	-413,18	-245,57	-172,33
Cashflow - Finanzierung	-6,65	-7,20	13,03	-1,91	24,00
Gesamt	-127,74	-3,74	21,42	-22,13	-0,30

Quelle: UmweltBank AG; GBC AG

Grundsätzlich weist die Cashflow-Entwicklung der UmweltBank AG starke Schwankungen auf, ein für Kreditinstitute typisches Bild. Im operativen Cashflow werden dabei unter anderem die Veränderungen des Kreditvolumens auf der einen Seite sowie der Kundeneinlagen auf der anderen Seite wiedergegeben. Im operativen Cashflow ist auch die Refinanzierung über andere Kreditinstitute (KfW, Landwirtschaftliche Rentenbank) abgebildet. Naturgemäß unterliegen diese, insbesondere wenn Stichtagseffekte zum Tragen kommen, starken Schwankungen. Darüber hinaus ist der operative Cashflow von der Umschichtung von Wertpapieren, die nicht den Finanzanlagen zugeordnet sind, geprägt. Während in 2017 die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten um 151,22 Mio. € deutlich zugelegt hatten, minderten sich diese in 2018 um -6,35 Mio. €. Dies ist eine der Hauptursachen für die rückläufige Entwicklung des operativen Cashflows.

Auch der Investitions-Cashflow, in dem sich primär die Veränderungen der Wertpapieranlagen wiederfinden, unterliegt starken Schwankungen. Die jeweils negativen Werte der vergangenen Geschäftsjahre sind auf einen kontinuierlichen Ausbau des Wertpapierbestandes zurückzuführen. Demgegenüber steht ein von vergleichsweise geringeren Schwankungen geprägter Finanzierungscashflow, in dem in der Regel die Dividendenausschüttungen der UmweltBank AG als dominierender Faktor zu betrachten sind. Lediglich im abgelaufenen Geschäftsjahr weist die UmweltBank AG infolge der Ausgabe des Green Bonds junior einen starken Anstieg auf. Es wird dabei ersichtlich, dass eine Analyse auf Basis der Cashflow-Rechnung bei der UmweltBank AG, sowie auch bei anderen Kreditinstituten, aufgrund der starken Schwankungen, nicht sinnvoll ist.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Seit der Unternehmensgründung weist die UmweltBank AG stets positive Nachsteuerergebnisse auf. • Nachhaltiger Anstieg der Dividendenausüttungen auf Basis der positiven Jahresüberschüsse. • Das Kreditinstitut hat eine Verbindung aus ökonomischen und ökologischen Kriterien geschaffen. • Umfangreiches Know-How im Bereich der nachhaltigen Finanzierungen und im ökologischen Anlagegeschäft. • Das gesamte Kreditgeschäft der UmweltBank AG ist besichert und daher liegen sehr geringe Rückstellungsquoten vor. • Sehr niedrige Cost-Income-Ratio (CIR) da kein Filialgeschäft und schlanke Produktpalette vorhanden. • Die UmweltBank AG weist im Marktvergleich sehr gute Rentabilitätskennzahlen auf. 	<ul style="list-style-type: none"> • Im Bankenumfeld herrschen hohe regulatorische Vorgaben, die einen direkten Einfluss auf die Geschäftsentwicklung haben. • Die Eigenkapitalerfordernisse sind als „Flaschenhals“ für das Neugeschäft zu sehen. • Niedriges Zinsumfeld hat die Zinseinnahmen und das Zinsergebnis erheblich belastet.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Nachfrage nach ökologischen Produkten dürfte gemäß aktuell vorherrschendem Trend weiter zunehmen • Basis für den raschen Ausbau des Kreditgeschäftes durch erfolgreiche Kapitalerhöhung geschaffen. • Ausbau des vielversprechenden Beteiligungsgeschäftes sowie des Fondsvertriebes könnte zu einem spürbaren Anstieg der übrigen Erträge führen. • Es liegt eine sehr hohe Nachfrage nach grünen Finanzierungslösungen und Anlageprodukten vor. • Ausbau der Kreditberatermannschaft sollte sich sukzessive in einem Anstieg des Geschäftsvolumens niederschlagen 	<ul style="list-style-type: none"> • Die schrittweise Einführung schärferer Regulierungsvorschriften (siehe Basel IV) könnte die Geschäftsentwicklung erheblich beeinflussen. • Kreditkonditionen und damit die Zinserträge könnten sich weiter rückläufig entwickeln. • Marktentwicklung in den für die UmweltBank AG wichtigsten Kreditabnehmer-Branchen könnte negativer als erwartet ausfallen.

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

in Mio. €	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
Zinserträge	69,69	70,39	70,78	72,57
Zinsaufwendungen	18,45	18,50	17,24	17,33
Zinsergebnis	51,23	51,89	53,54	55,24
Übrige Erträge	5,96	10,27	10,80	11,72
Gesamtaufwendungen ¹	50,31	55,07	56,77	59,20
Jahresüberschuss	25,34	25,59	26,50	27,14
EPS in €	0,90	0,84 ²	0,87 ²	0,89 ²
Dividende in €	0,33	0,33	0,34	0,34
Kundeneinlagen	2.330,02	2.431,61	2.537,83	2.648,91
Kreditvolumen	2.392,77	2.512,41	2.638,03	2.769,93
Gesamtkapital	333,50	372,49	388,57	405,30

Quelle: GBC AG; ¹ohne Zuführung zum Fonds für allgemeine Bankrisiken; ²nach der Kapitalerhöhung in 2019 ist die Aktienzahl auf 30,61 Mio. (zuvor: 28,24 Mio.) angestiegen

Prognosegrundlagen

Die künftige Umsatz- und Ergebnissituation der UmweltBank AG dürfte in erster Linie von der Entwicklung des Kreditvolumens, also von der Nachfrage nach ökologischen Finanzierungen abhängen. Für die Passivseite, also für die Finanzierung des Kreditvolumens lässt sich, auch nach Gesprächen mit dem Management der UmweltBank AG, kein Engpass erkennen. Im Gegenteil, ein Ausbau der Finanzierungsbasis dürfte sich, bei entsprechendem Bedarf zeitnah und flexibel umsetzen. Die Nachfrage nach ökologischen Investments ist dabei als weiterhin hoch zu bezeichnen, insbesondere vor dem Hintergrund eines zunehmenden ökologischen Bewusstseins in der deutschen Gesellschaft.

Zur Einhaltung der regulatorischen Vorgaben muss ein Anstieg des Kreditgeschäftes risikogewichtet mit Eigenkapital unterlegt werden. Diesbezüglich hat die Gesellschaft im Juli des laufenden Geschäftsjahres 2019 erfolgreich eine Kapitalerhöhung durch die Ausgabe von 2,38 Mio. neuen Aktien zu einem Bezugspreis von 9,90 € durchgeführt. Brutto fließen der UmweltBank AG damit 23,52 Mio. € zu, wodurch das Eigenkapital spürbar ausgeweitet wurde. Bei einer im Verhältnis zum risikogewichteten Kreditvolumen vorgegebenen Mindestquote von 8,0 % des harten Kernkapitals, zu dem diese Kapitalerhöhung dazuzuzählen ist, könnte die UmweltBank AG theoretisch einen Anstieg der ausstehenden Kredite um ca. 300 Mio. € mit Eigenkapital unterlegen. Da die Umweltbank AG ausschließlich besicherte Finanzierungen vornimmt und damit eine vergleichsweise hohe Kreditgüte hat, dürfte die EK-Unterlegung tatsächlich sogar für einen stärkeren Kreditanstieg reichen.

Bei der Kreditfinanzierung ist die Umweltbank besonders in den Bereichen Wohnen, Solar und Windenergie aktiv. Wie dem Kapitel dieser Researchstudie „Markt und Marktumfeld“ entnommen werden kann, weisen diese drei Kreditsegmente eine durchaus heterogene Entwicklung auf, wenngleich in den vergangenen Geschäftsjahren jeweils hohe Wachstumsraten erreicht wurden. Dass aber der aktuell starke Einbruch in der deutschen Windenergiebranche nicht voll bei der UmweltBank AG durchschlagen dürfte, liegt auch daran, dass die UmweltBank AG auch stark in der Refinanzierung bestehender Windparks engagiert ist. Damit besteht zumindest eine geringere Abhängigkeit von der Nachfrage nach neuen Windenergieanlagen.

Künftig wird die UmweltBank AG zunehmend neue Geschäftsfelder erschließen. Ein gutes Beispiel hierfür ist der zum Teil erfolgte Ausbau des vielversprechenden Beteili-

gungsgeschäftes, welches gemäß Halbjahresberichterstattung des laufenden Geschäftsjahres 2019 von bereits deutlich gestiegenen Erträgen geprägt war. Derzeit läuft die Emissionsphase der UmweltProjekt-Anleihe I mit einem geplanten Emissionsvolumen von brutto 20,0 Mio. €. Mit den Anleihemitteln soll dabei das Beteiligungsgeschäft ausgebaut werden. Konkret sollen die Beteiligungen im Solarbereich (UmweltProjekt Solarpark 1 GmbH), sowie Beteiligungen im Wohnimmobilienbereich ausgebaut werden.

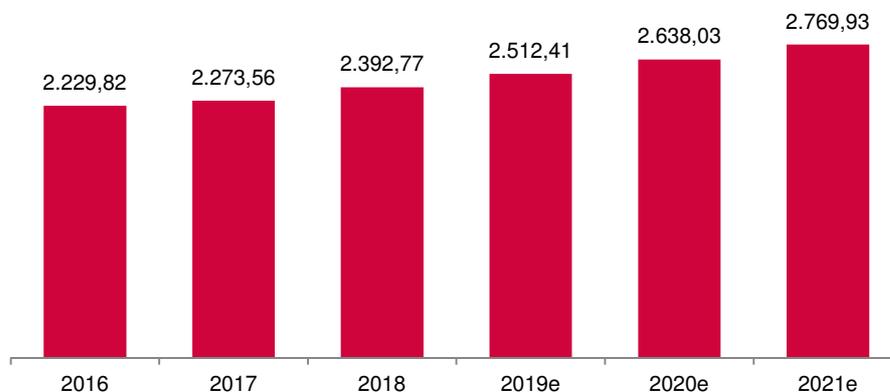
Parallel hierzu soll über die neue Marke UmweltSpektrum der Vertrieb von ökologischen Fonds, die von der UmweltBank selbst aufgelegt werden sollen ausgebaut werden, wodurch die Provisionserträge, nach der rückläufigen Entwicklung der vergangenen Geschäftsjahre, wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren sollten. Derzeit werden sechs Aktienfonds, zwei Mischfonds und drei Rentenfonds vertrieben.

Einkommens- und Ergebnisprognosen

Unsere Ertrags- und Ergebnisprognosen für das laufende Geschäftsjahr 2019 beziehen die sehr gute Entwicklung des ersten Halbjahres 2019 ein. Insgesamt kletterten dabei das Zins- Finanz- und Bewertungsergebnis deutlich um 16,7 % auf 30,25 Mio. € (1.HJ 18: 25,93 Mio. €), wobei die UmweltBank AG insbesondere von gestiegenen Erträgen im Wertpapiergeschäft und bei den Beteiligungen profitierte. Parallel dazu legte das Provisions- und Handelsergebnis um 64,0 % auf 2,19 Mio. € (1.HJ 18: 1,34 Mio. €) erheblich zu. Trotz höherer Aufwendungen im Personal- und Verwaltungsbereich sowie gestiegenen Aufwendungen für Bankenabgaben und Einlagensicherung, verbesserte sich das Nachsteuerergebnis dabei um 23,1 % auf 15,29 Mio. € (1.HJ 18: 12,42 Mio. €). Auf Gesamtjahresbasis 2019 rechnet der Vorstand dennoch nur mit einem Ergebnis auf Vorjahresniveau. Im zweiten Halbjahr 2019 sollten erhöhte Aufwendungen aus dem Personal- aufbau, der Digitalisierung von Prozessen sowie im Zusammenhang mit der im Juli 2019 durchgeführten Kapitalerhöhung für eine nur unterproportionale Ergebnisentwicklung sorgen.

Grundsätzlich rechnen wir dabei mit einem Anstieg des Kreditvolumens. Konservativ gehen wir aber von einer leicht abnehmenden Wachstumsdynamik bei den Krediten aus. Lag das durchschnittliche jährliche Wachstum (CAGR) des Kreditvolumens zwischen 2014 und 2018 bei 6,3 %, rechnen wir nunmehr zwischen 2018 und 2021 mit einem niedrigeren CAGR von 5,0 %:

Prognose Kreditvolumen (in Mio. €)



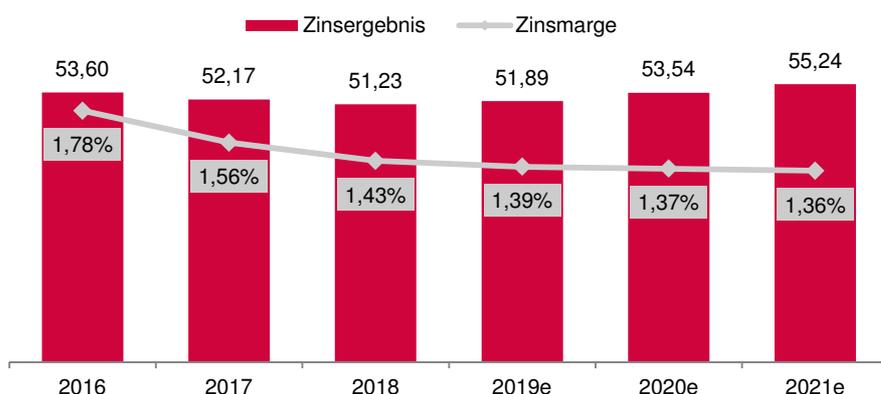
Quelle: GBC AG

Die Finanzierung des von uns angenommenen Kreditvolumens dürfte für die UmweltBank AG, zumal der ökologische Aspekt zunehmend in den gesellschaftlichen Fokus

rückt, keine große Herausforderung darstellen. Gemäß Unternehmensangaben besteht sowohl eine hohe Nachfrage im Einlagen- als auch im Kreditgeschäft.

Auch wenn wir die Entwicklung des allgemeinen Zinsumfeldes, als Grundlage für die Zinserträge im Kreditbereich und die Zinsaufwendungen im Einlagengeschäft, nicht prognostizieren können, so deuten derzeit alle Anzeichen darauf, dass das niedrige Zinsniveau auch weiterhin Bestand haben wird. Wir unterstellen dabei eine leicht rückläufige Entwicklung der zuletzt erreichten niedrigen Zinsmarge. Dementsprechend dürfte sich das Zinsergebnis zunächst stabilisieren und im Zuge der Kreditbuchausweitung in den kommenden Geschäftsjahren leicht zunehmen.

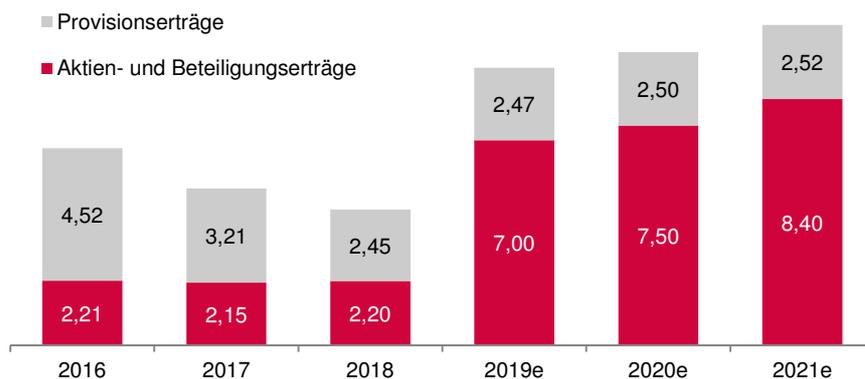
Prognose Zinsergebnis (in Mio. €) und Zinsmarge (in %)



Quelle: GBC AG

Der zunehmende Bedeutungsgewinn des Beteiligungsgeschäftes und der geplante Ausbau des Fondsvertriebes sollten die Gesamterträge wieder wachsen lassen. Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir bereits mit einer Verdoppelung der übrigen Erträge (Beteiligungserträge, Provisionserträge, Finanzerträge) und damit einem überproportionalen Anstieg der Gesamterträge.

Prognose der übrigen Erträge (in Mio. €)

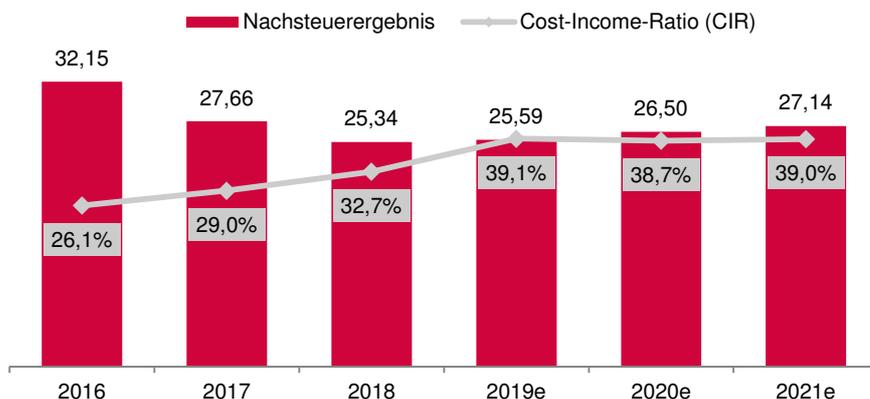


Quelle: GBC AG

Trotz des erwarteten Anstiegs der Gesamterträge sollte im laufenden Geschäftsjahr ein Nachsteuerergebnis auf Vorjahresniveau erreicht werden, was einer nur unterproportionalen Ergebnisentwicklung gleichkommen würde. Bereits in den ersten sechs Monaten 2019 wurde dabei eine deutliche Steigerung beim Personalaufwand (Aufbau Mitarbeiterstamm) sichtbar. Darüber hinaus hatten Investitionen in die Digitalisierung von Prozessen oder steigende Ausgaben für Bankenabgabe und Einlagensicherung für zusätzliche Kostensteigerungen gesorgt. Im zweiten Halbjahr werden zudem die Aufwendungen im

Zusammenhang mit der erfolgreich durchgeführten Kapitalerhöhung verbucht. Insgesamt wird aber die UmweltBank AG eine weiterhin sehr niedrige Cost-Income-Ratio von 39,1 % aufweisen. Diese dürfte sich in den kommenden Geschäftsjahren etwas unter dem 2019er Wert einpendeln. Ein Marktvergleich zeigt, dass bei dieser Kennzahl Werte oberhalb von 70 % üblich sind.

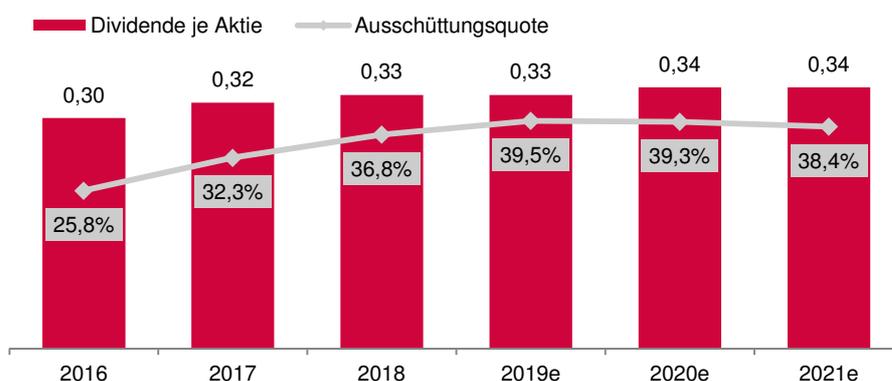
Prognose Cost-Income-Ratio und Nachsteuerergebnis



Quelle: GBC AG

Auf Grundlage unserer Nachsteuerprognosen rechnen wir mit einer Fortsetzung der ausschüttungsfreundlichen Dividendenpolitik, im Rahmen derer in 2018 zum 10ten Mal eine Dividendenerhöhung vorgenommen wurde. Trotz der höheren Aktienzahl rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2019 mit einer gleichbleibenden Dividendenzahlung in Höhe von 0,33 € je Aktie, was einer Erhöhung der Ausschüttungsquote gleichkommt. Für die Folgejahre erwarten wir leichte Dividendensteigerungen:

Prognose Dividendenausschüttung je Aktie (in €)



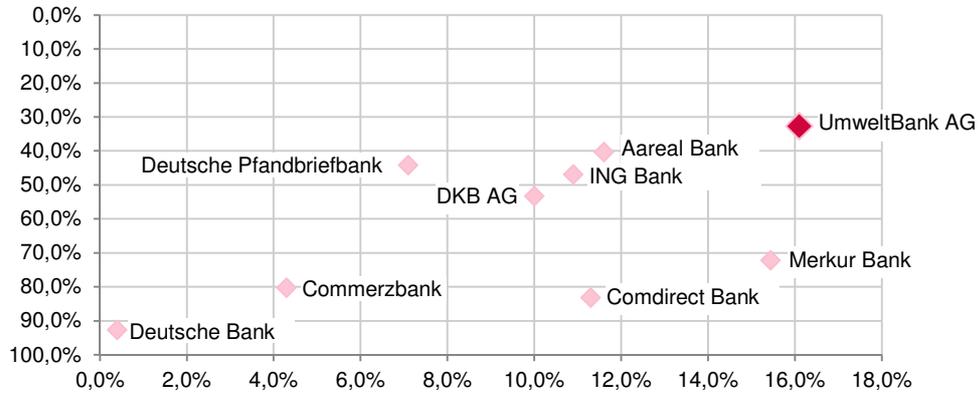
Quelle: GBC AG

Peer-Group-Analyse auf Basis Rentabilität und CIR

Gemäß unseren Prognosen sollte die UmweltBank AG im Marktvergleich weiterhin eine sehr attraktive Eigenkapitalrentabilität aufweisen. Für die kommenden beiden Geschäftsjahre rechnen wir dabei mit einer EK-Rentabilität (nach Steuern), als Basis für die nachfolgende Residualeinkommensbewertung, von 10,19 % (2019e) sowie in Höhe von 9,51 % (2020e). Vor Steuern dürfte das ROE sogar bei 13,9 % (2019e) und 13,6 % (2020e) liegen. Beide Größenordnungen liegen dabei zum Teil deutlich oberhalb der Marktvergleichswerte. Dies gilt auch für Cost-Income-Ratio, die noch stärker unterhalb der marktüblichen Werte liegt. In der nachfolgenden Matrix wird dies illustriert, wobei wir

hier sowohl bei der UmweltBank AG als auch bei der Peer-Group die Werte des Geschäftsjahres 2018 einbezogen haben:

Matrix ROE (vor Steuern) und CIR



Quelle: GBC AG

Bewertung

Für die Bewertung der UmweltBank AG haben wir ein Residual-Einkommens-Modell herangezogen, wobei mittels der Differenz aus Eigenkapitalrendite und Eigenkapitalkosten die Überschussrendite der Schätzperioden bestimmt wird. Dabei haben wir für die Schätzperioden der drei Geschäftsjahre 2019e – 2021e konkrete Erwartungen hinsichtlich der Jahresüberschüsse und sich daraus ergebenden Veränderungen des Eigenkapitals formuliert. Daraus lassen sich die erwarteten Eigenkapitalrenditen ableiten. Die erwirtschaftete Überschussrendite einer Periode lässt als Produkt mit dem Eigenkapital das Residualeinkommen des Geschäftsjahres ableiten. Die erwarteten Residualeinkommen werden sodann mit den Eigenkapitalkosten auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Zur Bestimmung des Endwertes setzen wir ein Premium auf den aktuellen Buchwert an.

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

EK =	Eigenkapital	ROE =	Eigenkapitalrendite
P =	Premium auf den Buchwert	r =	Eigenkapitalkosten
t =	Schätzperiode	T =	letzte Schätzperiode

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 %.

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

Die Beta-Berechnung haben wir aus der historischen Kursdatenbasis der UmweltBank AG (monatliche Kursentwicklung der vergangenen vier Jahre) ermittelt. Als Vergleichsindizes haben wir dabei den SDAX-Kursindex sowie den Kursindex STOXX® Europe 600 Banks herangezogen und in der Regressionsanalyse jeweils gemittelt. Auf dieser Basis haben wir ein Beta in Höhe von 0,53 ermittelt, welches wir zudem gemäß den Arbeiten von *Blume* bereinigt bzw. geglättet haben. Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 3,92 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz).

Bewertungsmodell und Bewertungsergebnis

	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	Endwert
Eigenkapital	231,59	270,58	286,67	303,40	
Jahresüberschuss	25,34	25,59	26,50	27,14	
ROE (nach Steuern)		10,19%	9,51%	9,20%	9,20%
Eigenkapitalkosten		3,92%	3,92%	3,92%	3,92%
Überschussrendite		6,27%	5,59%	5,28%	5,28%
Buchwert-Faktor		2,60	2,43	2,35	2,35
Residualeinkommen		14,52	15,12	15,13	425,00
Barwert der Residualeinkommen			15,07	15,07	407,50

Gemäß unserem Bewertungsmodell sollte die UmweltBank AG in der Lage sein, bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital, ein Return on Equity (nach Steuern) von nachhaltig 9,20 % zu erzielen. Unter der Annahme von Eigenkapitalkosten von 3,92 % sollte im Endwert damit eine nachhaltige Überrendite von 5,28 % oder ein Buchwertfaktor von 2,35 erwirtschaftet werden. Zur Bestimmung des Endwertes haben wir daher ein Premium über den Buchwert in Höhe von 2,35 angesetzt.

Barwert der Residualeinkommen 2020 und 2021	30,14 Mio. €
Barwert der Residualeinkommen Endwert in Mio. €	407,50 Mio. €
Summe der Barwerte in Mio. €	437,64 Mio. €
Ausstehende Aktien in Mio.	30,61 Mio. €
Fairer Unternehmenswert je Aktie in €	14,30 €

Die Summe der diskontierten Residualeinkommen ergibt einen Wert in Höhe von 437,64 Mio. €. Angesichts einer ausstehenden Anzahl von Aktien von 30,61 Mio. Stück ergibt sich ein fairer Unternehmenswert je Aktie von 14,30 €.

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 Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 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: (5a,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 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 Studiererstellung 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, Kristina Bauer, Email: bauer@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), Finanzanalyst

Matthias Greiffenberger, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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