



03. Juli 2024

Der Finanzier der grünen Transformation

Die UmweltBank im Wandel

Kontaktdaten

Christoph Hoffmann - Analyst
+49 40 41111 3785
c.hoffmann@montega.de

Empfehlung	Kaufen
Kursziel	8,00 EUR
Kurspotenzial	25%
Aktien­daten	
Kurs (Schlusskurs Vortag in EUR)	6,38
Aktienzahl (in Mio.)	36,1
Marketkap. (in Mio. EUR)	230,1
Handelsvol. (Ø 3 Monate; in Tsd. Aktien)	4,9
Enterprise Value (in Mio. EUR)	230,1
Ticker	XTRA:UBK
Guidance 2024	
Gesamterträge (in Mio. EUR)	50,0 bis 55,0
EBT (in Mio. EUR)	-15,0 bis -20,0

Aktienkurs (EUR)



Quelle: Capital IQ

Aktionärsstruktur	
GLS Bank	15,3%
Streubesitz	84,7%
-	-
-	-
-	-

Termine	
HV	13. August 2024
HI Bericht	19. August 2024
Hamburger Investorentage	22. August 2024

Prognoseanpassung			
	2024e	2025e	2026e
Zinsergebnis (alt)	47,5	58,9	71,3
Δ	-	-	-
EBT (alt)	-19,0	6,1	18,4
Δ	-	-	-
EPS (alt)	-0,53	0,12	0,36
Δ	-	-	-

Analyst	
Christoph Hoffmann	
+49 40 41111 3785	
c.hoffmann@montega.de	

Publikation	
Initialstudie	3. Juli 2024

Der Finanzier der grünen Transformation

Die UmweltBank ist die **zweitgrößte und einzige börsennotierte Nachhaltigkeitsbank in Deutschland**. Das Institut fokussiert sich nahezu vollständig auf das Kredit- und Einlagengeschäft und blickt auf eine Historie hohen Wachstums und deutlich zweistelliger Eigenkapitalrenditen zurück. Seit Gründung in 1997 zählt das Unternehmen zu den Pionieren in der Finanzierung von Projekten im Bereich der erneuerbaren Energien, das zusammen mit der Finanzierung von nachhaltigen und sozialen Immobilien unverändert das Kerngeschäft darstellt. Die vergebenen Kredite (3,4 Mrd. EUR) refinanziert das Unternehmen einerseits über Förderbanken wie die KfW und andererseits durch Einlagen der über 140.000 Kunden (Einlagenvolumen: 3,1 Mrd. EUR).

Während **Nachhaltigkeit in der Vergangenheit eher als Nischenthema** anzusehen war, ist dies heute fest im gesellschaftlichen Bewusstsein verankert und zu einem erheblichen Einflussfaktor bei Entscheidungen von Konsumenten und Unternehmen geworden. Wir glauben, dass die UmweltBank mit ihrer **modernen und authentischen Marke** sowie der **"echten" Nachhaltigkeitsorientierung** hervorragend positioniert ist, um das vergleichsweise leicht skalierbare und profitable **Einlagengeschäft in den nächsten Jahren deutlich auszubauen**.

Daneben profitiert die UmweltBank im Kreditgeschäft von den hohen erforderlichen Investitionen in PV- und Windkraft (>22 Mrd. EUR p.a. bis 2030) zur Erfüllung der ausgerufenen politischen Zielsetzungen sowie der hohen Nachfrage nach nachhaltigen und sozialen Immobilien.

Angesichts der kontinuierlich steigenden regulatorischen Anforderungen hat die UmweltBank ihre Belegschaft seit 2019 insgesamt knapp verdoppelt und sieht sich aktuell zusätzlich mit höheren Eigenmittelanforderungen und der Anordnung zur Sicherstellung der ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation seitens der BaFin konfrontiert. Um den steigenden Anforderungen gerecht zu werden, hat das Institut in H2/23 bereits auf ein leistungsstärkeres Kernbankensystem umgestellt und arbeitet derzeit an der Behebung der Feststellungen, die u.E. partiell in 2025 und vollends in 2026 abgeschlossen sein dürfte. Um trotz der gestiegenen Kostenbasis über den Eigenkapitalkosten liegende Renditen zu erzielen, hat der seit Januar 2024 amtierende CEO Dietmar von Blücher (zuvor u.a. CFO der Baader Bank) eine **Transformations- und Wachstumsstrategie** definiert, die **nach** einer ca. **einjährigen Umbauphase** (bis Ende 2024 weitestgehend abgeschlossen) ein **deutliches Wachstum des Kredit- und Einlagengeschäfts und eine Eigenkapitalrendite vor Steuern i.H.v. mindestens 12,0%** (in 2028) vorsieht.

Während ein Ausbau des Kreditgeschäfts aufgrund fehlenden Eigenkapitals u.E. bis zur Beseitigung der BaFin-Feststellungen nicht möglich ist, prognostizieren wir im Einlagengeschäft zweistellige Wachstumsraten. Insgesamt erwarten wir, dass die UmweltBank bis Ende 2025 sukzessive in ihre neue Kostenstruktur hineinwächst (Break-Even in 2025) und ihre Erträge anschließend bei unterproportional steigender Kostenbasis skalieren wird. Wir haben die Aktie mit einem Residualeinkommensmodell bewertet und sehen angesichts der günstigen Bewertung (KBV 2023: 0,6x) weiteres Upside-Potenzial.

Fazit: Die UmweltBank sieht sich derzeit mehreren temporären Herausforderungen ausgesetzt. Insgesamt erachten wir nicht nur die Bewertung, sondern auch das Geschäftsmodell sowie die Nischenpositionierung für attraktiv und halten mittelfristig eine Rückkehr auf ein über den Eigenkapitalkosten liegendes Profitabilitätsniveau für visibel. Wir nehmen die Aktie mit einer Kaufempfehlung und einem Kursziel in Höhe von 8,00 EUR in die Coverage auf.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Zinsergebnis	58,8	41,1	47,5	58,9	71,3
Ergebnis Risikovorsorge	-9,3	1,4	-2,0	-2,0	-2,0
Provisions- und Handelsergebnis	9,3	9,1	5,3	10,8	13,1
EBT vor Zuf. zum Fonds für Bankrisiken	39,2	1,1	-19,0	6,1	18,4
Konzernüberschuss	19,5	0,7	-19,0	4,2	12,9
Cost-Income-Ratio	68,6%	103,1%	129,7%	88,0%	75,5%
ROE	7,6%	0,2%	-5,0%	1,1%	3,3%
EPS	0,55	0,02	-0,53	0,12	0,36
Dividende	0,33	0,00	0,00	0,00	0,10
Dividendenrendite	5,2%	0,0%	0,0%	0,0%	1,6%
KGV	11,6	319,0	n.m.	53,2	17,7
KBV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 6,38 EUR

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Investment Case	4
Aktuelle Entwicklung	4
Kontinuierlich steigende Nachfrage nach Renewables- und Nischenimmobilienfinanzierungen erwartet	9
Steigender Bedarf an ökologischen, sozialen Immobilien-Finanzierungen	11
Erschließung komplementärer Finanzierungsfelder zur Unterstützung der Energiewende denkbar	11
Markt für Tages- und Festgeld dürfte aufgrund steigender Vermögen und risikoaverser Anlagepräferenz der dt. Bevölkerung wachsen	12
Nachhaltigkeitsgedanke und klarer Finanzierungsfokus als USP in herausforderndem Bankensektor	13
Rückkehr auf langfristigen Wachstumspfad visibel	16
Zinserträge aus klassischem Aktiv- und Passivgeschäft stellen wichtigsten Ergebnistreiber dar	17
Refinanzierung des Kreditportfolios	20
SWOT	27
SWOT	27
Bewertung	28
Residualeinkommensmodell	29
Unternehmenshintergrund	30
Key Facts	30
Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie	30
Aktuelle Entwicklung	31
Geschäftsmodell und Segmentbetrachtung	32
Management	34
Aktionärsstruktur	34
Financials	35
Residualeinkommensmodell	35
Gewinn- und Verlustrechnung	36
Bilanz	37
Bilanzrelationen	38
Disclaimer	39

Investment Case

Die UmweltBank ist eine deutsche Direktbank, die sich nahezu vollständig auf das klassische Kredit- und Einlagengeschäft fokussiert. Dabei werden ausschließlich ökologische bzw. nachhaltige Projekte im Bereich der **erneuerbaren Energien** und **sozialen** bzw. **nachhaltigen Immobilien** finanziert. Das Kreditportfolio belief sich Ende 2023 auf 3,6 Mrd. EUR und wird teils über Förderbanken wie die KfW oder über Kundeneinlagen refinanziert. Letztere beliefen sich Ende 2023 auf 2,9 Mrd. EUR und umfassen überwiegend täglich fällige Einlagen der mehr als 132.000 Kunden. Grundsätzlich profitiert die UmweltBank im Retailgeschäft von seiner starken, authentischen Marke und dem klaren Nachhaltigkeitsbekenntnis, das einen wesentlichen USP darstellt. Dies drückt sich in der einzigartigen "UmweltGarantie" aus, die das Versprechen über die 100%-ige Reinvestition der Kundeneinlagen in nachhaltige, umweltfreundliche Projekte darstellt und seit Bestehen kontinuierlich eingehalten wurde.

Seit Gründung in 1997 ist das Institut einer der Pioniere und Marktführer von Finanzierungen von Projekten im Bereich der erneuerbaren Energien und sozialen bzw. energieeffizienten Immobilien. In den letzten 25 Jahren hat die UmweltBank über 25.000 umweltfreundliche Projekte gefördert und ihre Bilanzsumme auf knapp 6 Mrd. EUR ausgeweitet. Im Zuge der anhaltenden Niedrigzinsphase trieb die Bank auch die weitere Diversifizierung der Geschäftsaktivitäten in synergetischen Bereichen voran. So baute das Institut in den letzten Jahren ein eigenes Beteiligungs- und Fondsgeschäft auf, das sich ebenfalls auf die hohen ökologischen und sozialen Standards des Unternehmens stützt.

Aktuelle Entwicklung

Während die UmweltBank in der letzten Dekade deutlich wachsen und zweistellige Kapitalrenditen auf das Eigenkapital erzielen konnte, litt das Institut zuletzt aufgrund seiner Zinspositionierung unter dem historisch schnellen Zinsanstieg. Insgesamt befinden sich aufgrund der Niedrigzinsphase eine Vielzahl von Darlehen mit langfristiger Zinsbindung und niedrigen Zinssätzen im Bestand der Bank, die nur teilweise kongruent zu fixen Zinssätzen refinanziert sind und denen in der Folge der Zinswende vergleichsweise hochverzinsten täglich fällige Einlagen gegenüberstehen. Eine ähnliche Situation ergab sich im Anleiheportfolio, das zwar lediglich eine Duration von wenigen Jahren aufwies, jedoch nicht die nahezu unmittelbaren Steigerungen der Verzinsung der Tagesgeldeinlagen kompensieren konnte. Mit der aktuellen Stabilisierung des Zinsniveaus bzw. einer ersten Senkung ist u.E. bereits der **Großteil der negativen Effekte verdaut**, da niedrigverzinsten Altkredite sukzessive durch deutlich höherverzinsten Kredite ersetzt werden und auch das Anleihebuch der Bank optimiert wurde, wodurch mittlerweile höhere Erträge generiert werden.

Neben dem Zinsumfeld belastete das Institut zuletzt eine BaFin-Prüfung, in deren Rahmen im Jahr 2022 Mängel festgestellt und eine Sicherstellung der ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation angeordnet wurden. Darüber hinaus wurden der Bank zusätzliche Eigenmittelanforderungen auferlegt. Betroffen waren vorwiegend Prozesse im Kreditgeschäft sowie der internen Revision. Ergänzend wurde ein Sonderbeauftragter der BaFin entsendet, der die Fortschritte bei der Umsetzung laufend beurteilt. Eine langwierige Nachprüfung ist daher nicht zu erwarten. Die aktuelle Eigenmittelanforderung der Bank beläuft sich auf 15,5%, wobei wir davon ausgehen, dass sich die zusätzliche Eigenmittelanforderung auf 2,5PP beläuft. Dies führt aktuell zu einer temporären Beschränkung der Kreditvergabe, obwohl die Kundennachfrage insbesondere im Bereich der erneuerbaren Energien auf sehr hohem Niveau liegt. Der Vorstand rechnet mit einer vollständigen Behebung der Mängel in 2025 bzw. spätestens 2026. Dabei dürfte 2025 u.E. eine partielle Auflösung der zusätzlichen Eigenmittelanforderungen erfolgen, was ein höheres Neugeschäft erlauben wird.

Um den kontinuierlich steigenden regulatorischen Anforderungen zu begegnen, hat die UmweltBank bereits in H2/23 den Wechsel zu einem deutlich leistungsfähigeren Kernbankensystem abgeschlossen, mit dem die Anforderungen wesentlich besser und effizienter erfüllt werden können. Die Bedeutung des Wechsels ist u.E. als sehr hoch einzuschätzen und wird nicht nur auf regulatorischer, sondern auch auf Produkt- und Risikomanagementebene völlig neue Möglichkeiten eröffnen. So dürfte u.E. eine umfangreiche, derivativebasierte Steuerung bzw. Absicherung von Risiken oder die Erweiterung der Retail-Produktpalette um weitere klassische Banking-Dienstleistungen wie ein Girokonto oder eine Kreditkarte möglich werden.

Die Beseitigung aller festgestellten Mängel zur Eliminierung der zusätzlichen Eigenmittelanforderungen wird derzeit mit absoluter Priorität verfolgt. Mit der Einführung des neuen Kernbankensystems und dem nahezu abgeschlossenen Aufbau zusätzlicher personeller Kapazitäten (2019: 156 FTE, 2023: 303 FTE) wurden bereits deutliche Fortschritte erzielt. Zusätzlich wird die Bank von externen Beratern unterstützt.

Die UmweltBank in tiefgreifendem Wandel: Neuer CEO stellt neue Transformations- und Wachstumsstrategie vor

Der seit Januar 2024 amtierende CEO Dietmar von Blücher ist der fünfte Vorstandssprecher in der über 26-jährigen Geschichte der Bank. Er löste den langjährigen Manager Jürgen Koppmann ab, der knapp 20 Jahre im Vorstand der Bank arbeitete. In Q1/24 stellte das Management die neue Strategie vor, die eine **Fokussierung auf das Kerngeschäft, einen Um- und Ausbau** der Organisation und anschließend ein **starkes Wachstum** nach Abschluss der aktuellen Übergangsphase der Bank vorsieht. Die Strategie umfasst **erstmalig** ebenso **Mittelfristziele, die 2028 erreicht werden sollen**. Diese sehen folgende KPIs vor:

- Eigenkapitalrendite vor Steuern von über 12%
- Cost-Income-Ratio von unter 60%
- Deutliche **Steigerung des Brutto-Neugeschäfts im Kreditbereich** auf 1,16 Mrd. EUR p.a., darunter Verdopplung im Bereich **erneuerbare Energien** auf **660 Mio. EUR p.a.** (Ø 2021-2023: 315 Mio. EUR) und Steigerung bei **nachhaltigen Immobilien** auf **500 Mio. EUR p.a.** (Ø 2021-2023: 290 Mio. EUR)
- Nahezu **Vervierfachung der Kundenzahl** von 132.000 auf rd. 500.000
- Deutliche **Steigerung der Kundeneinlagen** um 2,4 Mrd. EUR bzw. **83%** auf 5,3 Mrd. EUR

Die strategischen Maßnahmen zur Erreichung der ehrgeizigen Ziele umfassen u.a. folgende Aspekte:

- Verbesserung der Prozesseffizienz und Prozessdigitalisierung und -automatisierung u.a. durch Robotic Process Automation und künstlicher Intelligenz
- Ausbau der Organisation, um Regulatorik und geplantes Wachstum zu stemmen und Aufbau einer skalierbaren Infrastruktur
- Neuer Online-Außenauftritt (state-of-the-art Website und Launch mobile App)
- Neue digitale Marketingstrategien zur Steigerung der Anzahl der Retail-Kunden und Einlagen
- Fokussierung auf das Kerngeschäft und damit einhergehende Schließung des Beteiligungsgeschäfts
- Identifikation weiterer, synergetischer Geschäftsfelder wie Einstieg in das Kreditgeschäft mit Energiespeichersystemen, Einstieg Konsortialgeschäft, Ausbau des Anleiheemissionsgeschäft, Auflage eines UmweltBank-ETF
- Verbindliche Eigenkapital-Renditeziele für Neugeschäft (Kreditvergabe) i.H.v. >10%
- Ausbau der Vertriebsaktivitäten im Bereich Wertpapiergeschäft (Steigerung der Depotkunden und des verwalteten Vermögens)

Dabei hat der neue CEO in den ersten Monaten seiner Tätigkeit u.E. bereits signifikante Fortschritte erzielt. Die wichtigsten Aspekte sind hier u.E.:

- Vollständige Digitalisierung der Retail-Banking-Prozesse, darunter z.B. Kontoeröffnung und Launch der mobilen UmweltBank-App
- Signifikante Steigerung der Neukundenzahlen und Einlagen in Q1/24 um 8.000 Kunden sowie insgesamt 270 Mio. EUR ohne großangelegte Marketingkampagnen
- Erfolgreiche Veräußerung dreier Beteiligungen über Buchwert in Q1/24, darunter zwei Windparks und eine Immobiliengesellschaft
- Personelle Anpassungen auf Führungsebene, darunter Reduktion von 23 auf 17 Manager
- Umbau der Aufbauorganisation mit Auswirkungen auf den Großteil der Abteilungen
- **Optimierung der Kapitalallokation** durch Rückgabe des Seed Capitals der UmweltBank-Fonds (Buchwert Ende 2023: 21,3 Mio. EUR) sowie Abbau des Treasury-Buchs um 700 Mio. EUR auf 1,3 Mrd. EUR und Wiederanlage bei der EZB zu höheren Konditionen

Das operative Geschäft der Bank lässt sich in drei Bereiche gliedern.

1) **Kredit- und Einlagengeschäft**

Das Kredit- und Einlagengeschäft stellt sowohl historisch als auch zukünftig das wichtigste Geschäftsfeld der UmweltBank dar. Im Kreditgeschäft ist das Institut ausschließlich im Bereich der erneuerbaren Energien (Onshore-Wind- und Solarkraft) sowie im Bereich der nachhaltigen Immobilien aktiv. Hier verfolgt das Unternehmen einen konservativen Geschäftsansatz (u.a. durch eine hohe Besicherung) und hat in der Vergangenheit nahezu keine Ausfälle in seinem Kreditportfolio verzeichnet. Insbesondere die EEG-Projekte im Bereich der erneuerbaren Energien weisen äußerst vorteilhafte Risikoprofile auf und versprechen sichere Zahlungsströme. Die UmweltBank finanziert Projekte ab einem Volumen von ca. 5,0 Mio. EUR und deckt sämtliche Projektvarianten der PV- und Windkraftprojekte ab. Dies umfasst sowohl den Neubau von Windparks als auch Repowering-Maßnahmen sowie große Dachanlagen, Freiflächenprojekte und PV-Repowering. Zudem ist auch eine Finanzierung von PPA-Projekten möglich. Neben den typischen 20-jährigen Krediten über die EEG-Vergütungsdauer weisen auch Vor- und Zwischenfinanzierungen attraktive Geschäftsmöglichkeiten auf. Die Refinanzierung der Kredite erfolgt im Renewables-Bereich mehrheitlich über die staatlichen Förderbanken KfW bzw. die Landwirtschaftliche Rentenbank (MONE: >80%).

Auf Seite der Immobilien hat sich die UmweltBank auf die Finanzierung von nachhaltigen Wohnprojekten und ökologischen bzw. sozialen Miet- oder Gewerbeimmobilien spezialisiert. Dementsprechend werden überwiegend Immobilienprojekte ohne Gewinnerzielungsabsicht finanziert. Zu den typischen Kunden zählen beispielsweise Wohngenossenschaften und gemeinnützige Träger. Auch bildungsbezogene Projekte wie Studentenwohnungen, Kindertagesstätten und Pflegeimmobilien werden finanziert. 2023 ermöglichten die neu ausgereichten Kredite bezahlbaren Wohnraum für über 500 Menschen. Daneben wurde Raum für rd. 80 Betreuungsplätze in Schulen, Kindertagesstätten und Pflegeeinrichtungen geschaffen. Insgesamt hat sich die UmweltBank im wettbewerbsintensiven Immobilienmarkt u.E. in mehreren attraktiven Marktnischen positioniert.



Quelle: Unternehmen, Montega

Eine weitere Besonderheit im Kreditgeschäft besteht darin, dass die UmweltBank jedes Bauvorhaben nicht nur aus ökonomischer Sicht, sondern auch anhand ökologischer und sozialer Kriterien bewertet. Dabei wird ein UmweltRating erstellt und auf Basis der beiden Prüfungen die individuellen Kreditkonditionen für das Darlehen festgelegt. So kann der Kreditnehmer bei hoher Nachhaltigkeit leichte Ersparnisse erzielen.

Im Einlagengeschäft ist die UmweltBank ebenso mit einem sehr fokussierten Produktportfolio positioniert und bietet ausschließlich Tagesgeld (UmweltFlexkonto) und Festgeld (UmweltFestzins) an. Die gesamten Kundeneinlagen beliefen sich Ende Q1/24 auf 3,1 Mrd. EUR. Dabei zahlt die UmweltBank aktuell 3,0% Zinsen auf täglich fällige Einlagen und ist damit u.E. sehr attraktiv für Neu- und Bestandskunden. Die typischen "Zinsjäger" zieht die Bank jedoch nicht an, was wir positiv werten, da diese Kunden i.d.R. eine hohe Churn-Rate aufweisen und angesichts der initialen Kontoeröffnungskosten nicht oder nur leicht profitabel sind. Infolge der jüngsten Zinssenkung um 25 BP hat die Bank bereits eine Senkung um 23 BP angekündigt, um die Passivmarge nahezu stabil zu halten. Da Wettbewerber i.d.R. ebenfalls eine Anpassung der Konditionen vornehmen, wird das Angebot u.E. weiter attraktiv sein. Mit 62,1% der gesamten Einlagen stellt Tagesgeld das wichtigste Produkt im Einlagengeschäft dar. Auf Festgeld zahlt die Bank aktuell bei einer Laufzeit von einem Jahr 2,75% p.a. und für 5 bzw. 10 Jahre 2,5% p.a., wobei auch hier eine kurzfristige Anpassung nicht auszuschließen ist.

2) Wertpapiergeschäft

Im Jahr 2020 erfolgte mit dem Aufbau eines eigenen Fondsgeschäfts unter der Marke UmweltSpektrum die weitere Diversifizierung des Geschäftsmodells. Dabei ist das Fondsmanagement an externe Partner ausgelagert, sodass sich die UmweltBank auf die (Weiter)Entwicklung des nachhaltigen Fondskonzepts sowie den Vertrieb fokussiert. Aktuell umfasst das Angebot einen flexiblen Mischfonds sowie zwei Aktienfonds. Anfang 2024 hat der neue CEO zudem die Auflegung eines UmweltBank-ETFs forciert, der eine kostengünstige Alternative zu den aktiven Fonds darstellt und seit Q2/24 am Markt ist. Das kumulierte Fondsvolumen belief sich Ende 2023 auf 151,4 Mio. EUR, wobei auf den Flagship-Fonds (Mischfonds UmweltSpektrum Mix) 119,3 Mio. EUR entfielen. Ende 2023 hielt die UmweltBank eigene Fondsanteile mit einem bilanziellen Wert von 21,3 Mio. EUR (Seed money), die jedoch Anfang 2024 veräußert wurden, um Kapital freizusetzen und die Allokation der Eigenmittel zu optimieren. Neben den eigenen Fonds bzw. dem ETF bietet das Unternehmen ebenso klassische Brokerage-Dienstleistungen wie ein Wertpapierdepot an. Das gesamte Depotvolumen der UmweltBankkunden lag Ende 2023 bei 687 Mio. EUR.

3) Beteiligungsgeschäft (in Liquidation)

Um sich unabhängiger vom Zinsergebnis zu machen, erfolgte während der Niedrigzinsphase der Aufbau eines eigenen Beteiligungsgeschäfts. Hierbei steuert die UmweltBank sowohl ihr über Jahrzehnte aufgebautes Know-how als auch Eigenkapital für Solar- und Windparks sowie für den Bau nachhaltiger Wohnimmobilien bei. Darüber hinaus hat die UmweltBank in Form mehrerer Anleihen weiteres Kapital für die Finanzierung der Projekte beschafft. Nach Unternehmensangaben beläuft sich die Gesamtinvestitionssumme auf mehr als 750 Mio. EUR, wobei nur ein Bruchteil als Eigenkapital von der UmweltBank bereitgestellt wurde (Bilanzbuchwert Ende 2023: 35,8 Mio. EUR). Vereinzelt hat sich das Institut ebenfalls an weiteren Unternehmen mit einem starken Nachhaltigkeitsbezug beteiligt.

Die operative Steuerung und Entwicklung der Projekte wird in der Regel von externen Partnern übernommen, die oftmals gemeinsam mit der UmweltBank als Gesellschafter auftreten. Strategiegemäß profitiert das Institut vor allem durch kontinuierliche Ausschüttungen. **Im Zuge der neuen Strategie wurde die Liquidation des Geschäftsbereichs beschlossen**, da dieser nicht mehr als Kerngeschäft der Bank eingestuft wird und der Bereich durch deutlich höhere Kapitalanforderungen (Erhöhung des Risikogewichts um 150%) im Zuge der Einführung von Basel IV unattraktiver wird. Der Vorstand beabsichtigt, den Verkauf der Beteiligungen überwiegend bis Ende 2024 abzuschließen. Da Basel IV ab Januar 2025 anzuwenden ist, würde dies einen signifikanten Anstieg der Eigenmittelanforderungen (MONE: rd. 50 Mio. EUR) verhindern. In Q1/24 wurden bereits zwei Windparks und eine Immobiliengesellschaft mit einem positiven Ergebnisbeitrag im niedrigen einstelligen Mio.-EUR-Bereich veräußert.

Der gesamte Buchwert der Beteiligungen belief sich Ende 2022 auf 35,8 Mio. EUR und entfiel überwiegend auf den Real Estate-Bereich. Das Immobilienportfolio bestand zum 30.6.2023 aus 1.336 Wohneinheiten (109.908 m²), von denen 456 vermietet waren. Die Mieten der energetisch hocheffizienten Wohnungen liegen oftmals unterhalb des ortsüblichen Niveaus, sodass die Bank sowohl ihrer Nachhaltigkeits- als auch ihrer sozialen Verpflichtung nachkommt. Wie auf der untenstehenden Darstellung erkennbar, konnten im ersten Halbjahr 2023 signifikante Fortschritte bei der Entwicklung der Wohnprojekte erzielt werden, da mit 296 Wohneinheiten nahezu alle geplanten Vorhaben in die Bauphase übergehen konnten. Damit verblieben lediglich weitere 99 Wohneinheiten (7,4%) in der Planungsphase. Mit der Fertigstellung des weit überwiegenden Teils der Wohnungen ist in 2024 bzw. 2025 zu rechnen. Die Immobilien befinden sich in Berlin (u.a. Friedrichshain und Lichtenberg), Nürnberg, Tübingen, Freiburg, Bamberg, Wangen, Oranienburg, Greifswald und Leipzig.

Daneben sind der UmweltBank Beteiligungen an PV-Parks mit einer Leistung von 51,8 MWp und an Windparks mit einer Leistung von 29,9 MW zurechenbar. Während die Pipeline im Windkraftbereich mit 16,8 MW vergleichsweise klein ausfällt und lediglich eine Gesamtinvestition im mittleren zweistelligen Millionenbereich erfordern dürfte, befinden sich im PV-Bereich Anlagen mit einer Leistung von 214 MWp in Planung und weitere 6,5 MWp in Bau.

Stand: 31.12.2022

Stand: 30.06.2023



Wohnprojekte (Wohneinheiten)
 in Vermietung: 456 WE | 39.837 m²
 in Bau: 485 WE | 37.775 m²
 in Planung: 410 WE | 31.118 m²



Wohnprojekte (Wohneinheiten)
 in Vermietung: 456 WE | 39.837 m²
 in Bau: 781 WE | 63.380 m²
 in Planung: 99 WE | 6.691 m²



Photovoltaik (Nennleistung, kWp)
 in Betrieb: 49.500
 in Bau: 8.827
 in Planung: 214.000



Photovoltaik (Nennleistung, kWp)
 in Betrieb: 51.800
 in Bau: 6.500
 in Planung: 214.000



Windkraft (Nennleistung, kW)
 in Betrieb: 29.900
 in Bau: 0
 in Planung: 16.800



Windkraft (Nennleistung, kW)
 in Betrieb: 29.900
 in Bau: 0
 in Planung: 16.800

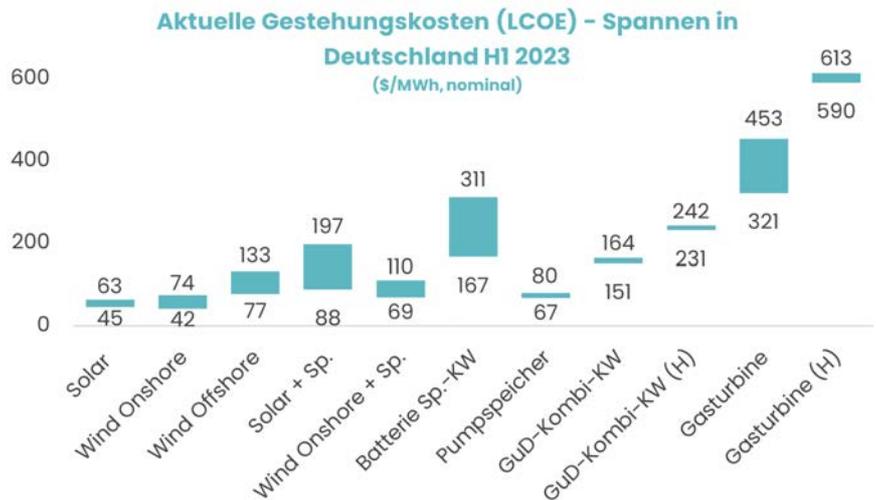
Quelle: Unternehmen; keine Aufstellung Ende 2023 aufgr. Liquidation verfügbar

Zu den von uns als Non Core-Beteiligungen eingestuft Investments in Unternehmen mit Nachhaltigkeitsbezug zählt die serbische Bank Opportunity Banka AD (Buchwert: 7,6 Mio. EUR; hochprofitabel), die Naturata AG, einem Anbieter von Lebensmitteln in Demeter- und Bio-Qualität (Buchwert: 0,2 Mio. EUR; profitabel) sowie die größte deutsche Internetplattform für nachhaltigen Konsum Utopia GmbH (Buchwert: 5,1 Mio. EUR; defizitär). Angesichts der Größe der Opportunity Banka dürfte die UmweltBank aktuell verschiedenste strategische Möglichkeiten prüfen.

Kontinuierlich steigende Nachfrage nach Renewables- und Nischenimmobilienfinanzierungen erwartet

Mit einem Anteil von 56,2% nehmen Kredite im Bereich der erneuerbaren Energien die größte Bedeutung innerhalb des Kreditportfolios der UmweltBank ein. Im Folgenden gehen wir daher gesondert auf die zukünftigen Entwicklungen und Marktentwicklungen im Bereich der erneuerbaren Energien ein.

Wie auf der nachstehenden Grafik ersichtlich, gehören Wind- und Solarenergie zu den günstigsten Möglichkeiten der Energiegewinnung. Daher erscheint es uns nicht nur anhand politischer, sondern ebenso aufgrund wirtschaftlicher Gesichtspunkte logisch, dass die Energiewende in Deutschland vom Zubau im Bereich der Solar- und Windkraft getragen wird. In der Folge sollte der zwischenzeitlich ins Stocken geratene Ausbau regenerativer Energien die hohe Dynamik aus 2023 fortsetzen, was gleichbedeutend mit einem steigenden Marktvolumen ist.



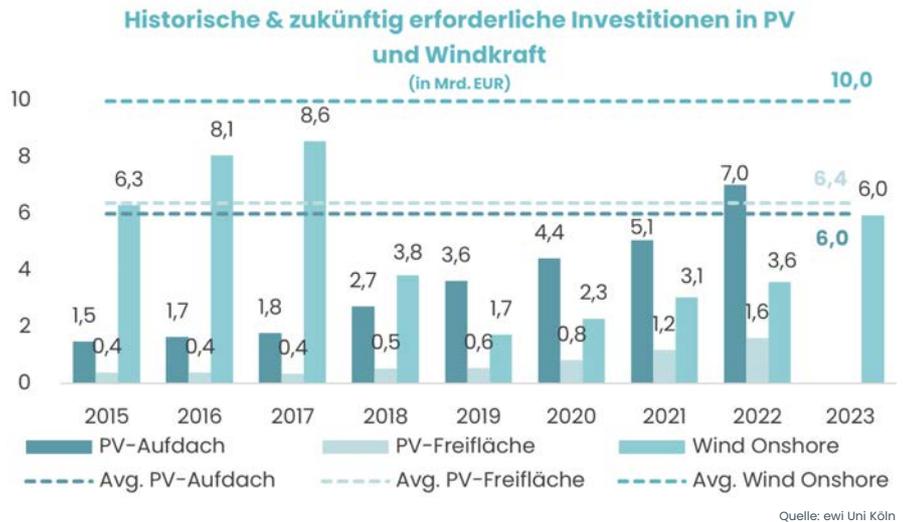
Quelle: Montega, BloombergNEF

Gemäß der aktuellen Zielsetzung der Bundesregierung soll bis 2030 mindestens 80% des Bruttostromverbrauchs aus regenerativen Energien gedeckt werden. Um dies zu erreichen, wurden Ausbaupfade definiert, die den erforderlichen Zubau von PV- und Windkraftanlagen definieren und eine **deutliche Steigerung der Investitionen implizieren**. Während sich diese Mitte der 2010er-Jahre zwischen 10 und 12 Mrd. EUR pro Jahr einpendelten, gingen die Investitionen 2019 auf rd. 7,0 Mrd. zurück und stiegen erst 2023 (24,5 Mrd. EUR) wieder deutlich an. Der wesentliche Grund für diese Entwicklung besteht insbesondere in den **langwierigen, hochkomplexen Genehmigungsprozessen bei Windkraftanlagen**, die den Zubau erheblich brems(t)en.

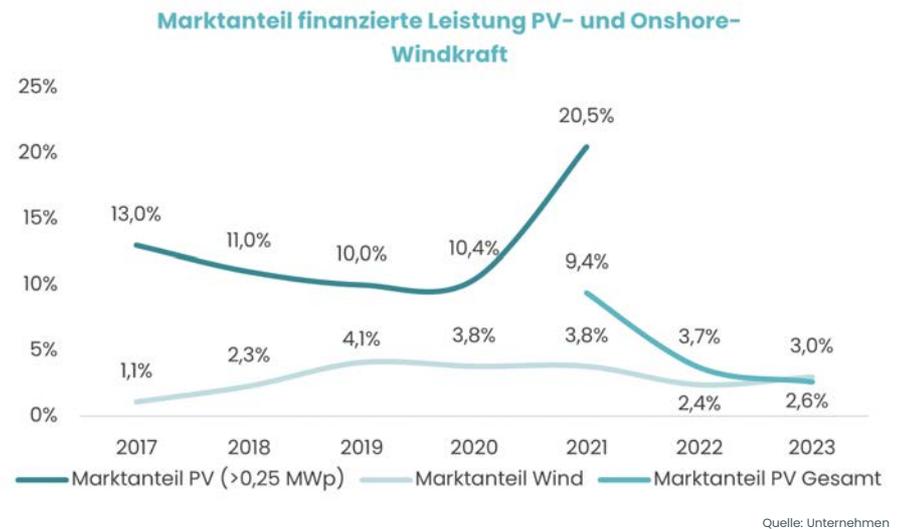


Quelle: Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz

Wie eine Ende 2023 erschienene Berechnung des energiewirtschaftlichen Instituts der Uni Köln zeigt, müssen die **jährlichen Investitionen in PV und Windkraft bis 2030 mehr als verdoppelt** werden (im Vgl. zu Investitionsniveau 2022). Dementsprechend würde sich auch das **Marktvolumen für die UmweltBank deutlich erhöhen**. Die nachfolgende Grafik visualisiert das durchschnittlich erforderliche Investitionsniveau bis 2030 und setzt dieses mit den historisch getätigten Investitionsvolumina ins Verhältnis. Für 2023 ist aktuell noch keine detaillierte Aufschlüsselung der PV-Investitionen verfügbar, wobei der Zubau auf Dachflächen (insbesondere durch die privaten Haushalte) deutlich zugenommen haben soll.



Im Bereich der Finanzierung von erneuerbaren Energien stellt die UmweltBank nach unseren Informationen einen der größten Player in Deutschland dar und weist dabei gemessen an der finanzierten Leistung des Zubaus seit Jahren bspw. im Bereich der Onshore-Windkraft einen Marktanteil von ca. 3% auf. Im Bereich der Photovoltaik konzentriert sich die UmweltBank auf die Finanzierung von großen Dach- und Freiflächenanlagen mit einem Finanzierungsvolumen ab mehreren Mio. EUR. Gemessen am **gesamten Zubau** wies die Bank 2023 einen Marktanteil von 2,6% auf, im Bereich der Anlagen mit einer Leistung von >500kWp belief sich der Marktanteil auf 7,0% (KPI in 2021 von Marktanteil >250MWp auf >500MWp umgestellt).



Insgesamt stellt das Marktvolumen insbesondere im Renewables-Bereich u.E. keinen begrenzenden Faktor dar und würde u.E. auch ohne weiteres Wachstum des Finanzierungsvolumens ausreichende Geschäftsmöglichkeiten bzw. Wachstumschancen eröffnen. So hat die UmweltBank aktuell keine ausreichenden Eigenmittel, um sämtliche Projekte, die die Ziel-Eigenkapitalrendite von mindestens 10% erfüllen, zu finanzieren. Dies ist u.E. auch Folge der großen Anzahl langjähriger Kundenbeziehungen sowie der hohen Bekanntheit und Reputation der UmweltBank auf Kundenseite. Da sich das Marktvolumen jedoch vor allem im Bereich der Onshore-Windkraft zukünftig noch signifikant erhöhen sollte, dürfte das Marktvolumen mittel- und langfristig weiter steigen und der Bank auch im Falle deutlich erhöhter Neugeschäftskapazitäten ausreichende Opportunitäten bieten. Gleichzeitig bietet die komfortable Nachfragesituation die Möglichkeit, im Neugeschäft selektiv vorzugehen und nur Projekte zu hohen Renditen zu finanzieren.

Steigender Bedarf an ökologischen, sozialen Immobilien-Finanzierungen

Der Markt für Immobilienfinanzierungen ist nochmals um ein Vielfaches größer als der Renewables-Markt. So betrug allein das Neugeschäft von 12 großen Instituten rd. 31 Mrd. EUR im Jahr 2023 (Quelle: JLL). Dementsprechend wird der Marktanteil der UmweltBank u.E. im niedrigen einstelligen Prozentbereich liegen. Durch die Positionierung in Nischenmärkten für Finanzierungen von Pflegeeinrichtungen, sozialen Bauprojekten oder Studierendenwohnungen betreut die UmweltBank nicht das typische Wohnprojekt in der Nachbarschaft, sondern eher Spezialprojekte. Dementsprechend arbeitet die Bank auch im Immobilienbereich mit einer Vielzahl von langjährigen Kunden zusammen. Sofern Wohnimmobilien, die keinen sozialen Charakter aufweisen, finanziert werden, handelt es sich u.E. um energetisch hochperformante Gebäude, die einen geringen CO₂-Fußabdruck aufweisen.

Im Bereich des sozialen Wohnungsbaus steigt die Nachfrage in Deutschland u.E. kontinuierlich an und dürfte der Bank in den nächsten Jahren aussichtsreiche Neugeschäftschancen bieten. Insbesondere Haushalte mit niedrigeren Einkommen haben angesichts der hohen Inflation in den letzten Jahren zunehmend Probleme, bezahlbaren Wohnraum zu finden. Obwohl der Koalitionsvertrag der Bundesregierung einen jährlichen Neubau von 400.000 Wohnungen, darunter 100.000 Sozialwohnungen, vorsah, wurde dieses Ziel zuletzt deutlich verfehlt. So wurden von 2021 bis 2023 durchschnittlich nur ca. 27.000 Sozialwohnungen p.a. und 2023 insgesamt nur 250.000 Wohnungen gebaut. Parallel dazu nimmt der Bestand an Sozialwohnungen kontinuierlich ab, während die durchschnittlichen Mietpreise ansteigen. Bei einer langfristig konstanten Armutsgefährdungsquote (2023: 14,7%; 2006: 14,0%) und einem drastischen rückläufigen Bestand an Sozialwohnungen (-48,3% in 2006-2023; Quelle: BAG Wohnungslosenhilfe) ergibt sich ein signifikanter Nachfrageüberhang und Bedarf an Sozialwohnungen. Gleichzeitig ist der **soziale Wohnungsbau für Investoren und Wohnungsbaugesellschaften aus mehreren Gründen attraktiv**. Zum Einen **senkt die staatliche Förderung die Kosten** und zum Anderem sichert die **hohe Nachfrage eine geringe Leerstandsquote und konstante Einnahmen**. Daraus resultieren spürbare Finanzierungs- und Wachstumschancen für die UmweltBank, insbesondere wenn die Politik weitere Anreize oder Förderungen einführt.



Neben dem Neubau könnte in der Zukunft ebenso die Modernisierung von Bestandsimmobilien zu einem signifikanten Geschäftsfeld werden. So beziffert das energiewirtschaftliche Institut der Uni Köln die Gesamtinvestitionen für die Modernisierung der Gebäudehüllen und Heizanlagen zwischen 2023 und 2030 auf 725 Mrd. EUR bzw. 319 Mrd. EUR und damit auf 130 Mrd. EUR pro Jahr. Mit einem durchschnittlichen Immobilienfinanzierungsvolumen von 290 Mio. EUR in den letzten drei Jahren und einem avisierten Zielniveau von 500 Mio. EUR in 2028 dürften für die UmweltBank auch hier keine unüberwindbaren Herausforderungen auf Seite des Angebots bestehen. Vielmehr sehen wir den begrenzenden Faktor in hinreichend profitablen Geschäft (>10% EK-Rendite vor Steuern) und dem begrenzten Eigenkapital.

Erschließung komplementärer Finanzierungsfelder zur Unterstützung der Energiewende denkbar

Im Rahmen der neuen Strategie wurde der Einstieg in den Bereich der Energiespeichersysteme bekanntgegeben. Damit erschließt sich das Institut einen dynamischen Wachstumsmarkt, da der Bedarf an dezentralen Energiespeichersystemen durch die volatile Stromproduktion der Wind- und Solarkraft enorm an Bedeutung gewonnen hat. Auch in Hinblick auf die Netzstabilität dürfte der Bereich zukünftig an Bedeutung gewinnen.

Perspektivisch könnte die UmweltBank auf der Finanzierungsseite sukzessive zu einem Komplettanbieter für Finanzierungen im Bereich der Nachhaltigkeit bzw. der Energiewende werden. Dementsprechend könnten wir uns mittelfristig den Einstieg in folgende Geschäftsfelder vorstellen, sofern die angestammten Märkte keine ausreichenden Projekte, die den Renditekriterien der Bank entsprechen, aufweisen:

- Finanzierung von Projekten im Bereich des grünen Wasserstoffs
- Ausbau der Netzinfrastruktur in Deutschland
- Energetische Modernisierung von Immobilien

Insgesamt bewegt sich die UmweltBank auf der Finanzierungsseite in mehreren attraktiven Wachstumsmärkten. Dementsprechend sehen wir auf der Marktseite zukünftig keine Begrenzung der Wachstumsmöglichkeiten. Vielmehr dürfte die Herausforderung darin liegen, genügend Projekte zu identifizieren, die die ausgerufenen Eigenkapitalrendite bzw. zumindest die Eigenkapitalkosten übersteigen.

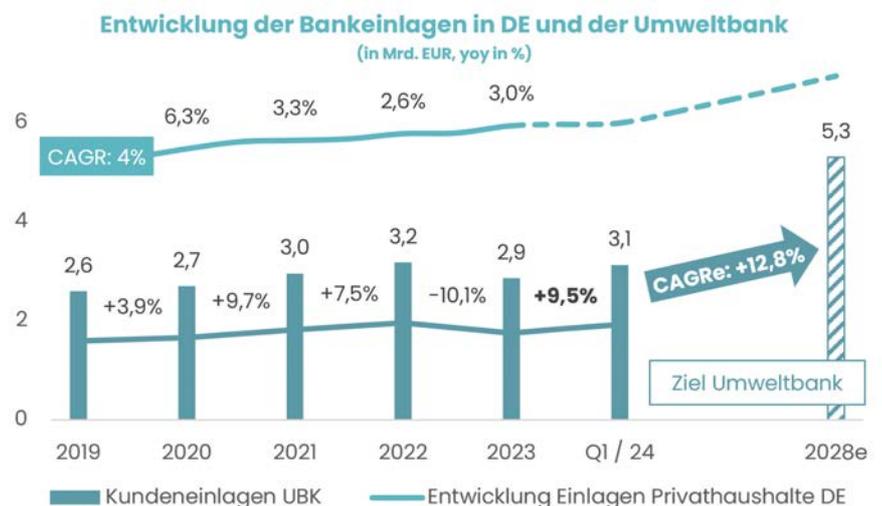
Markt für Tages- und Festgeld dürfte aufgrund steigender Vermögen und risikoaverser Anlagepräferenz der dt. Bevölkerung wachsen

Mit dem Angebot von grünem Tages- und Festgeld trifft die UmweltBank u.E. den Nerv der Zeit. Auch wenn immer mehr Wettbewerber mit Nachhaltigkeitskampagnen werben und „grüne“ Produkte anbieten, zeigen diverse Greenwashing-Skandale u.E., dass Produkte oder ganze Institute teilweise nicht den kommunizierten grünen Charakter aufweisen. Die UmweltBank verfügt dagegen mit ihrer über 25-jährigen Tradition als einer der Pioniere des grünen Bankings über eine äußerst starke, authentische und jung wirkende Marke. Ende 2023 beliefen sich die Kundeneinlagen auf 2,9 Mrd. EUR, wobei 1,8 Mrd. EUR auf Sichteinlagen entfielen. Nach Angaben der Deutschen Bundesbank beliefen sich die gesamten Einlagen privater Haushalte in Deutschland in Q4 2023 auf 2.769 Mrd. EUR, sodass die UmweltBank einen Marktanteil i.H.v. -0,1% aufweist.

Angesichts der verbesserten Konditionen, der vollständig digitalisierten Antragsstrecken und der neuen mobilen App gehen sowohl das Management als auch wir davon aus, dass der Marktanteil in den nächsten Jahren kontinuierlich gesteigert werden kann. **Dabei stellen die risikoaverse Sparkultur der Deutschen in Kombination mit der Nachfrage nach nachhaltigen Anlage- bzw. Zinsprodukten die beiden signifikanten Wachstumstreiber dar.** Studien des Bundesverbandes deutscher Banken sowie der Commerzbank zeigen, dass das (nahezu) risikolose Sparen (Tagesgeld, Sparbuch, Festgeld) weiterhin die bevorzugte Anlageklasse der Deutschen darstellt. Konkret gaben über 50% der Befragten an, die zuvor genannten Sparprodukte zu präferieren.

Ebenfalls positiv ist der in den letzten Jahren und auch im ersten Quartal 2024 gestiegene GfK Nachhaltigkeitsindex zu werten, welcher die Beachtung von Nachhaltigkeitsaspekten von Konsumenten bei der Kaufentscheidung misst. Dies zeigt, dass Kunden weiterhin verstärkt auf ökologische- und Umweltaspekte achten. Von dieser Entwicklung dürfte die UmweltBank auch zukünftig weiter profitieren. Darüber hinaus steigen die Einlagen der privaten Haushalte in Deutschland seit 2004 kontinuierlich an, was unter anderem auf die steigende Geldmenge zurückzuführen ist. Seit 2019 legten die Einlagen der privaten Haushalte in Deutschland um durchschnittlich 4% pro Jahr zu.

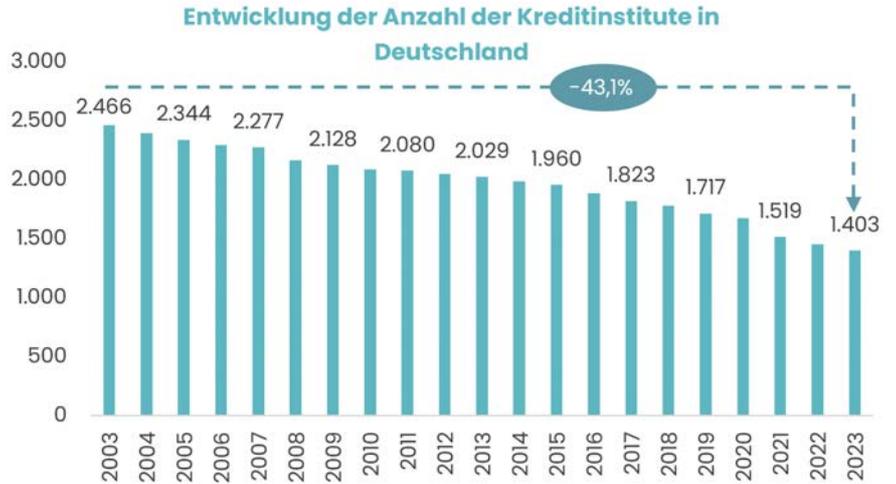
Im Zuge der neuen Strategie zielt die UmweltBank darauf ab, die Kundeneinlagen bis 2028 auf 5,3 Mrd. EUR zu steigern, was einem jährlichen Wachstum von 12,8% (CAGR) entspricht. Bereits in Q1 2024 konnten diese um 270 Mio. EUR gesteigert werden, einem Plus von 9,5% qoq. Angesichts der erzielten Steigerung im ersten Quartal (ohne große Marketingkampagnen), der verbesserten Konditionen und der zuvor genannten Wachstumsmöglichkeiten halten wir das Wachstumsziel für erreichbar und schließen auch eine Übererfüllung nicht aus.



Quelle: Unternehmen, Deutsche Bundesbank

Nachhaltigkeitsgedanke und klarer Finanzierungsfokus als USP in herausforderndem Bankensektor

Der deutsche Bankenmarkt ist äußerst fragmentiert und durch eine Drei-Säulen-Struktur geprägt, die die Segmentierung in private Geschäftsbanken, öffentlich-rechtliche Banken (z.B. Sparkassen, Landesbanken) sowie Genossenschaftsbanken beschreibt. In den letzten Jahren ist die Zahl der Kreditinstitute in Deutschland stetig gesunken. Während 2003 noch 2466 Banken in Deutschland registriert waren, verringerte sich diese Zahl binnen **20 Jahren auf 1403 Institute (-43,1%)**.



Quelle: Deutsche Bundesbank

Dabei ist das Gros der Institute (ca. 700) dem genossenschaftlichen Sektor zuzurechnen. Mit rd. 360 stellen die öffentlich-rechtlichen Banken die zweitgrößte Gruppe der Branche dar, während die privaten Banken mit ca. 240 Instituten die kleinste Gruppe bilden. Insgesamt ist die Konsolidierung primär auf den genossenschaftlichen Sektor zurückzuführen, in dem seit Jahrzehnten überproportional viele Schließungen bzw. Fusionen zu beobachten sind. Des Weiteren ist eine verstärkte Konsolidierung bei kleineren Banken mit einer Bilanzsumme von unter einer Milliarde EUR zu erkennen.

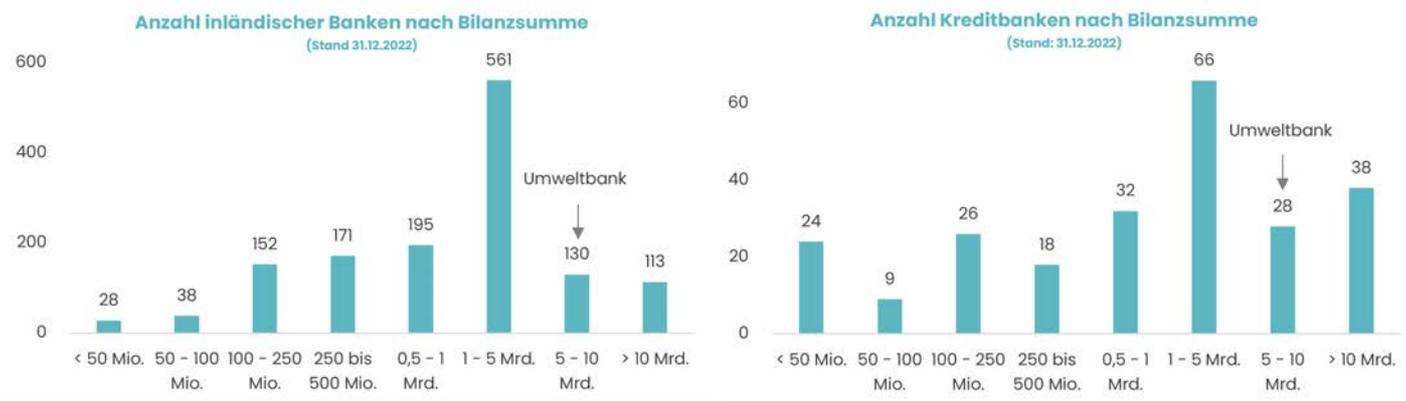
Auf Basis der aggregierten Bilanzsumme aller deutschen Institute in Höhe von 10,6 Billionen EUR (Stand Ende 2022) kommt den privaten Kreditbanken mit einem Marktanteil von 45,0% die höchste Bedeutung zu. Die öffentlich-rechtlichen Institute liegen mit 24,0% auf Platz zwei, während die Genossenschaftsbanken inklusive der DZ Bank weitere 16,9% der aggregierten Bilanzsumme auf sich vereinen. Den auf Immobilienfinanzierungen spezialisierten Realkreditinstituten und Bausparkassen kommt mit 2,2% und 2,4% eine insgesamt untergeordnete Rolle zu. Staatsnahe Banken mit Sonder- und Förderaufgaben (bspw. KfW und Landwirtschaftliche Rentenbank) stehen für 9,4% der aggregierten Bilanzsumme.

Gemessen an der Bilanzsumme ergibt sich für die UmweltBank ein Marktanteil von 0,6%.



Quelle: Deutsche Bundesbank

Gliedert man die deutsche Bankenlandschaft anhand ihrer Bilanzsumme, ergibt sich die im Folgenden dargestellte Häufigkeitsverteilung.



Quelle: Deutsche Bundesbank

Die meisten Banken weisen dabei eine Bilanzsumme zwischen einer und fünf Milliarden EUR auf. Zudem lässt sich bei den privaten Kreditbanken eine leicht höhere Konzentration von Instituten mit einer Bilanzsumme von über 5 Milliarden EUR erkennen, was damit zu begründen ist, dass viele regionale Sparkassen und Genossenschaftsbanken eine geringere Größe aufweisen. Insgesamt zählt die UmweltBank somit zu den 66 größten privaten Kreditbanken bzw. den 243 größten Banken in Deutschland und liegt in beiden Fällen im obersten Quintil.

Nachhaltigkeitsbanken zählen zu den engsten Wettbewerbern

Aufgrund ihrer Nischenpositionierung konkurriert die UmweltBank vor allem im Kreditgeschäft im engeren Sinne lediglich mit einem Bruchteil der mehr als 1.400 deutschen Banken. Zu den wichtigsten Wettbewerbern zählt die Nachhaltigkeitsbank GLS Bank, die gleichzeitig größter Aktionär der UmweltBank ist. Daneben sind im Bereich der erneuerbaren Energien vor allem die Landesbanken und die DKB mit nennenswerten Marktanteilen vertreten.

Im Immobilienbereich sieht sich die UmweltBank bei der Finanzierung von Wohnimmobilien zudem vielen regionalen Sparkassen bzw. Genossenschaftsbanken gegenüber.

Im Folgenden haben wir einen Überblick über die beiden nicht börsennotierten Nachhaltigkeitsbanken GLS Bank und Triodos Bank zusammengestellt.

KPI's Nachhaltigkeitsbanken			
KPI	Umweltbank	GLS Bank	Triodos Bank
Bilanzsumme (in Mio. EUR)	5.693	9.907	16.176
RoE	0,3%	6,4%	6,1%
Cost-Income-Ratio	103%	56%	73%
Kundenzahl	131.700	366.000	746.479
Höhe des Kreditbestands (in Mio. EUR)	3.722	4.900	11.080

Quelle: Unternehmen

Die **GLS Bank** ist eine eingetragene Genossenschaft (e.G.) und verfolgt als Mitgliederbank gemeinnützige und gemeinwirtschaftliche Zwecke. Für eine Mindesteinlage von 500 EUR und einen jährlichen Beitrag von 60 EUR erhalten Mitglieder verbesserte Konditionen. Das Institut nutzt die Einlagen ihrer Mitglieder und Kunden, um Unternehmen und Projekte zu finanzieren, die ökologische, soziale und kulturelle Ziele verfolgen. Dazu zählen die Bereiche erneuerbare Energien (28%), nachhaltiges Wohnen (28%), Ernährung (9%), nachhaltige Wirtschaft (11%) sowie Bildung & Kultur, Soziales und Gesundheit (23%). Neben dem klassischen Einlagen- und Kreditgeschäft bietet das Unternehmen ebenso klassische Retail-Bankingdienstleistungen wie Girokonten an. Darüber hinaus zählen nachhaltige Fonds, Anleihen und Vorsorgeprodukte zum Produktportfolio (z.B. für Alter, Gesundheit, Berufsunfähigkeit).

Damit ähnelt sich das Geschäftsmodell und Leistungsspektrum u.E. äußerst stark, wobei das Preis-Leistungs-Verhältnis der UmweltBank im Einlagenbereich deutlich besser ist (3% Zinsen, GLS Bank: 2%). Insgesamt ist die GLS Bank mit einer Bilanzsumme von 9,9 Mrd. EUR größer als die UmweltBank (5,7 Mrd. EUR). Dies ist trotz der schlechteren Konditionen primär auf das Einlagengeschäft zurückzuführen, das ca. 2,5x so groß wie das der UmweltBank ist. Das Kreditbuch ist mit 4,9 Mrd. EUR ggü. dem der UmweltBank (3,7 Mrd. EUR) ebenfalls etwas größer, jedoch weniger konzentriert. So liegt der Marktanteil der GLS Bank u.E. beispielsweise im Bereich der Finanzierung erneuerbarer Energien unter dem der UmweltBank, während das Kreditvolumen der beiden Institute im Bereich der sozialen/nachhaltigen Immobilien etwa gleich hoch ausfallen dürfte.

Hinsichtlich der Profitabilität schaffte es auch die GLS Bank zuletzt u.E. nicht, ihre Eigenkapitalkosten zu verdienen, obwohl die Cost-Income-Ratio mit 56% bereits überdurchschnittlich gut ausfällt und innerhalb des mittel- bzw. langfristigen Zielkorridors der UmweltBank liegt. Dabei ist anzumerken, dass die in der obigen Tabelle dargestellte Eigenkapitalrendite der UmweltBank i.H.v. 0,3% nicht das normalisierte Niveau darstellt. Gegenüber der GLS Bank nehmen wir bei der UmweltBank ebenso eine höhere Gewinnorientierung wahr.

Die in den Niederlanden ansässige **Triodos Bank** (N.V.) ist europaweit tätig und gilt als eine der weltweit führenden Nachhaltigkeitsbanken. Die Bank fokussiert sich ebenfalls auf das klassische Einlagen- und Kreditgeschäft, wobei Projekte mit sozialem, ökologischem oder kulturellem Charakter finanziert werden. Dazu zählen primär die Bereiche erneuerbare Energien, Immobilien (u.a. Pflege, Schulen) und Infrastruktur (z.B. Glasfaser-Ausbau). Dazu bietet die Triodos Bank nachhaltige Fonds an. Das Geschäft in Deutschland nimmt ergebnisseitig die geringste Bedeutung ein (2023: 6,4% des Jahresüberschusses). Im Vergleich zur UmweltBank und GLS Bank ist Triodos nochmals deutlich größer. Aufgrund des divergierenden geographischen Fokus der Bank ist Triodos u.E. trotz des ähnlichen Geschäftsmodells und Zielgruppe nicht als direkter Wettbewerber zu klassifizieren, bestätigt jedoch nochmals, dass auch im aktuellen Zeitraum eine CIR von ca. 70% und ein RoE von rd. 6% möglich sind.

Wettbewerbsvorteile der UmweltBank

Obwohl eine Differenzierung oder nachhaltige Wettbewerbsvorteile im Bankensektor u.E. nur eingeschränkt erzielbar sind (Geld: homogenes Gut), sehen wir bei der UmweltBank folgende Vorteile:

- **Dynamik eines Mittelständlers:** Sowohl der umfassende Umbau der Aufbauorganisation als auch Anpassungen auf den Managementebenen wurden in Abstimmung mit dem Betriebsrat innerhalb weniger Monate umgesetzt. Daneben wurden die kundennahen Prozesse innerhalb weniger Monate digitalisiert und eine App sowie neue Website gelauncht. Gleichzeitig wurde das Treasury-Buch aus Renditegesichtspunkten optimiert.
- **Jahrzehntelanger Fokus auf Renewables und Spezialimmobilien:** Seit Gründung finanziert die Bank ausschließlich nachhaltige und soziale Projekte in den Bereichen erneuerbare Energien und Immobilien. Dementsprechend verfügt das Unternehmen u.E. über eine überlegene Risikoeinschätzung und eine sehr hohe Markenbekanntheit bei den Zielkunden. Dabei dürften diese vor allem die hohe Ausführungssicherheit und die überdurchschnittliche Flexibilität und vielfältigen Möglichkeiten bei der Strukturierung schätzen.
- **Innovationsführer:** In der Vergangenheit hat sich die UmweltBank immer wieder temporäre Wettbewerbsvorteile durch seine Innovationsfähigkeit erarbeitet. So entwickelte das Institut beispielsweise als erster Anbieter ein standardisiertes Finanzierungskonzept für PPA-Projekte im PV-Bereich.
- **Langjährige Kundenbeziehungen:** Da die UmweltBank bereits seit mehreren Jahrzehnten in den aktuellen Geschäftsfeldern aktiv ist, hat sich das Institut am Markt eine hohe Reputation aufgebaut und sich als verlässlicher Finanzierungspartner positioniert. In der Folge richten sich eine Vielzahl von Bestandskunden bei neuen Projekten erneut an die UmweltBank.
- **Kombination aus Nachhaltigkeit und gutem Preis-Leistungs-Verhältnis:** Im Vergleich zu konventionellen Banken dürfte die UmweltBank bei Privatkunden mit seiner kompromisslosen Nachhaltigkeitsorientierung punkten. Gleichzeitig bietet das Institut ein vergleichsweise gutes Preis-Leistungs-Verhältnis, sodass die Nachhaltigkeit nicht zulasten der preislichen Wettbewerbsfähigkeit geht. Da das Thema Nachhaltigkeit seit Jahren keine Nische mehr ist, sondern Einzug in das tägliche Leben der Menschen gefunden hat, dürfte die UmweltBank mit einer gut konzeptionierten Marketingstrategie zukünftig deutlich wachsen. Gegenüber der größten Nachhaltigkeitsbank in Deutschland (GLS Bank) verfügt die UmweltBank u.E. über einen deutlich moderneren Gesamtauftritt. Weiter nehmen wir auch eine geringere politische Positionierung sowie eine höhere Gewinnorientierung mit dem klaren Ziel, eine angemessene und über den Eigenkapitalkosten liegende Eigenkapitalrendite zu erzielen, wahr.

Rückkehr auf langfristigen Wachstumspfad visibel

Die UmweltBank ist in der Vergangenheit dynamisch gewachsen und hat ihr Geschäftsvolumen im Zeitraum 2012 bis 2022 mit einer CAGR von 9,9% steigern können (CAGR 2012-2023: 8,2%). Damit ist das Institut erheblich schneller gewachsen als der deutsche Bankensektor (CAGR 2012-2022: 2,3%). Das rückläufige Geschäftsvolumen in 2023 ist u.E. auf die erhöhten aufsichtsrechtlichen Eigenmittelanforderungen, die weiteres Wachstum verhinderten sowie zwischenzeitliche Abflüsse von Kundeneinlagen zurückzuführen. Insgesamt konnte das Geschäftsvolumen seit 2012 um 138,6% gesteigert werden, während das Kreditvolumen ebenfalls deutlich um ø 6,2% p.a. zulegte. Das Wachstum hat die UmweltBank gänzlich organisch erzielt und die Aktienanzahl trotz kontinuierlicher Dividendenausschüttungen lediglich um 30,2% erhöht.



Quelle: Unternehmen

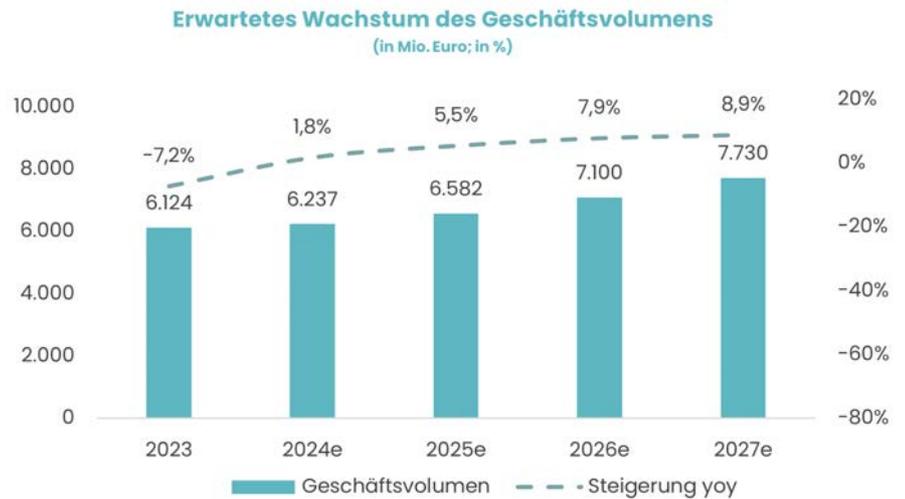
Bilanziell ist die UmweltBank mit einer Eigenmittelquote von 16,4% (Ende März 2024) zwar solide aufgestellt, bewegt sich jedoch insgesamt nur knapp über der gesetzlichen Mindestanforderung i.H.v. 15,5%, was insbesondere ein Wachstum des RWA-intensiven Kreditgeschäfts beschränkt. Der Grund für die hohe Eigenmittelanforderung liegt primär in den jüngsten Feststellungen der BaFin, die nach unseren Berechnungen zu temporären zusätzlichen Eigenmittelanforderungen i.H.v. 2,5 Prozentpunkten führten und nach Behebung der Mängel wieder aufgehoben werden. Nach Unternehmensangaben dürften die Mängel größtenteils in 2025 und spätestens 2026 behoben sein, sodass die erhöhten Anforderungen in 2025 u.E. zumindest partiell wegfallen dürften (MONE: -1,0PP). Dies würde der Bank unmittelbar signifikante Neugeschäftschancen ermöglichen, da weniger Eigenmittel auf die Risikoaktiva vorgehalten werden müssen.



Quelle: Unternehmen

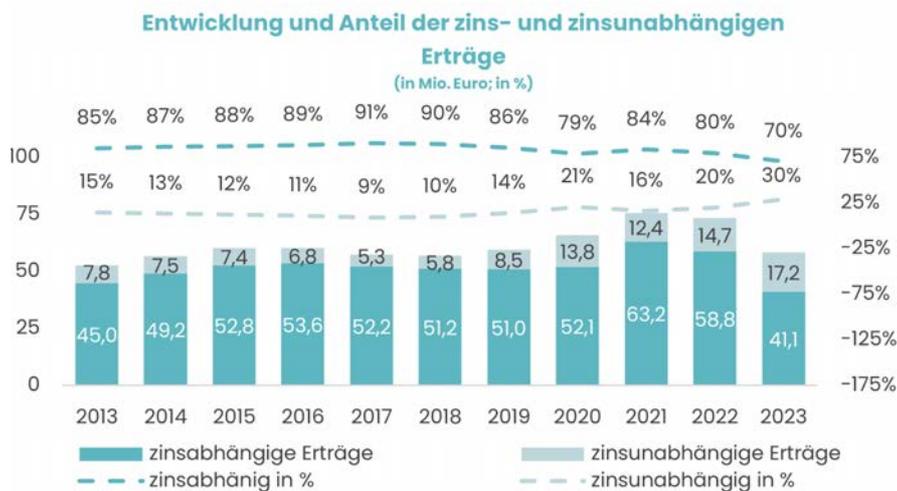
Auf Basis der aktuellen Eigenmittel von 521 Mio. EUR würde eine Rückkehr zum historischen Niveau der Eigenmittelquote auf ca. 14,5% risikogewichtete Aktiva i.H.v. knapp 3,6 Mrd. EUR erlauben, was gegenüber dem aktuellen Niveau von ca. 3,2 Mrd. EUR ein Wachstum der RWA von 12,5% erlaubt. Bei einer unterstellten durchschnittlichen RWA-Gewichtung von 90% im Kreditgeschäft könnten so beispielsweise allein durch den Wegfall der zusätzlichen Eigenmittelanforderungen weitere Kredite i.H.v. knapp 450 Mio. EUR vergeben werden.

Aufgrund der angespannten Eigenmittelquote sollte kurzfristig vor allem das Passivgeschäft für weiteres Wachstum sorgen, während das Kreditgeschäft u.E. erst wieder ab 2025 und unter der Prämisse der von uns erwarteten partiellen Auflösung der zusätzlichen Eigenmittelanforderung ausgebaut werden dürfte. Insgesamt erwarten wir in den nächsten Jahren eine Rückkehr auf den langfristigen Wachstumspfad und die nachfolgend dargestellte Entwicklung des Geschäftsvolumens.



Zinserträge aus klassischem Aktiv- und Passivgeschäft stellen wichtigsten Ergebnistreiber dar

Die UmweltBank erzielt den Großteil der Erträge aufgrund ihres einfachen, fokussierten Geschäftsmodells im klassischen Kredit- und Einlagengeschäft. In den letzten zehn Jahren bewegte sich der Anteil des Zinsüberschusses an den gesamten operativen Erträgen zwischen 70% und 91%. Aufgrund der anhaltenden Niedrigzinsphase und der erodierten Passiv- und Transformationsmarge spiegelt sich das hohe Wachstum des Geschäftsvolumens nicht in der Ertragsentwicklung wider. Hierbei fielen vor allem die Passivmarge durch fehlende Anlagemöglichkeiten (bspw. am Geldmarkt) sowie die Transformationsmarge aufgrund der flachen bzw. teils inversen Zinsstrukturkurve gegen Null. Die Passivmarge bezeichnet allgemein die Differenz zwischen dem Zins, den die Bank ihren Kunden für Einlagen zahlt und dem Zinssatz, den sie selbst für die Anlage der Gelder generiert. Während das Institut aufgrund ihres langlaufenden Kreditbuchs (das teils über immer günstigeres Tagesgeld refinanziert wurde) in den ersten Jahren der Niedrigzinsphase noch von den Bestandskrediten profitiert haben dürfte, hat der Anteil dieser hochverzinsten Altkredite jedoch ebenfalls kontinuierlich abgenommen. In der Folge halbierte sich die durchschnittliche Zinsmarge der UmweltBank in den letzten 10 Jahren nahezu (2013: 1,97% vs. 1,07% in 2022). Durch die in 2022 erfolgte Zinswende ergeben sich für die UmweltBank u.E. insgesamt und vor allem im Passivgeschäft höhere Erträge und attraktive Wachstumschancen. Aufgrund der Zinspositionierung der Bank führte die Zinswende jedoch zunächst zu einer nochmals sinkenden Zinsmarge (2023: 0,85%), da die Konditionen auf Tagesgeldeinlagen kurzfristig deutlich erhöht werden mussten, die Mittel aber ursprünglich in vergleichsweise niedrigverzinsten längerlaufende Kredite bzw. Anleihen investiert wurden. Darüber hinaus belasteten die Bank Konditionsanpassungen für TLTRO-Mittel, die u.E. nahezu gänzlich in Anleihen investiert wurden und in der Folge einen negativen Ergebnisbeitrag generierten. Wir gehen davon aus, dass der Großteil der negativen Effekte bereits "verdaut" ist, da u.E. mittlerweile sowohl die TLTRO-Mittel vollständig getilgt wurden und sukzessive Neugeschäft zu deutlich höheren Zinssätzen abgeschlossen wurde. In den nächsten Jahren sollten die Zinserträge sowie die Zinsmarge wieder spürbar ansteigen, während sich die zinsunabhängigen Erträge aufgrund der nahezu vollständigen Liquidation des Beteiligungsgeschäfts und des Verkaufs sämtlicher Fondsanteile u.E. reduzieren werden.



Wachstum des Aktivgeschäfts wird temporär durch begrenzte Eigenmittel gebremst

In der Vergangenheit konnte die UmweltBank das Kreditgeschäft deutlich ausweiten. So beläuft sich die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Kredite (inkl. offener Zusagen) seit 2013 auf 5,8% pro Jahr. Für 2024 rechnen wir insgesamt mit einem schrumpfenden Kreditbuch, was jedoch nicht auf mangelnde Geschäftsmöglichkeiten, sondern beschränkte Eigenmittel zurückzuführen ist. Das Unternehmen avisiert 2024 ein Neugeschäft i.H.v. 250 Mio. EUR, wovon in Q1/24 ein Volumen i.H.v. 25,2 Mio. EUR abgeschlossen wurde. Dabei ist zu beachten, dass einzelne Tickets durchaus eine zweistellige Mio.-Größe aufweisen können, sodass wir die Guidance nicht in Gefahr sehen.



Das aktuelle Kreditportfolio der UmweltBank weist ein Volumen von über 3,7 Mrd. EUR auf (Stand: Ende 2023). In Bezug auf die finanzierten Projektarten entfielen Ende 2023 34,6% auf Solarenergie und 21,6% auf Windenergie, sodass der überwiegende Teil (56,2%) dem Bereich der erneuerbaren Energien zurechenbar ist. Weitere 38,3% entfallen auf Wohn-, Sozial- und Gewerbeimmobilien. Laut Unternehmensangaben wurden 2023 173 Projekte gefördert, was bei einem Neukreditvolumen von 459 Mio. EUR ein durchschnittliches Finanzierungsvolumen von ca. 2,7 Mio. EUR impliziert.



Quelle: Unternehmen

Eine Stärke der UmweltBank liegt in der hohen Qualität des Kreditportfolios. Grundsätzlich werden ausschließlich Kredite mit fixen Zinsen und langfristiger Zinsbindung ausgegeben. So verzeichnete die Bank seit 2013 nahezu keine Ausfälle, sodass sich die Ausfallquote stets zwischen 0 und 0,1% bewegte. Dementsprechend niedrig fällt auch der Risikovorsorgebestand aus, der sich seit 2013 von 0,43% auf 0,3% in 2023 reduziert hat. Während wir im Bereich der Renewables auch trotz gestiegener Zinsen geschäftsmodellbedingt nur sehr geringe Risiken sehen, könnten sich etwaige Ausfälle aus der Immobilienfinanzierung angesichts der niedrigen Risikovorsorge negativ auf die Gewinne und damit das Eigenkapital der Bank auswirken. Nach Unternehmensangaben sind derzeit weiterhin keine signifikanten Ausfälle zu beobachten bzw. zu erwarten. Weiter bestehen nach Unternehmensangaben keine Klumpenrisiken auf Ebene der Kreditnehmer.



Quelle: Unternehmen

Auch zukünftig gehen wir von sehr geringen Cost of Risk aus, was wir auf die hohe Erfahrung und die erfolgreiche Selektion der Kreditnehmer und Projekte zurückführen.

Wie eingangs erwähnt, konnte die UmweltBank ihr Kreditbuch sukzessive ausweiten. In der nachfolgenden Grafik haben wir das Brutto-Neugeschäft dargestellt. Das geringere Neugeschäft ist auf fehlende Eigenmittel zurückzuführen.



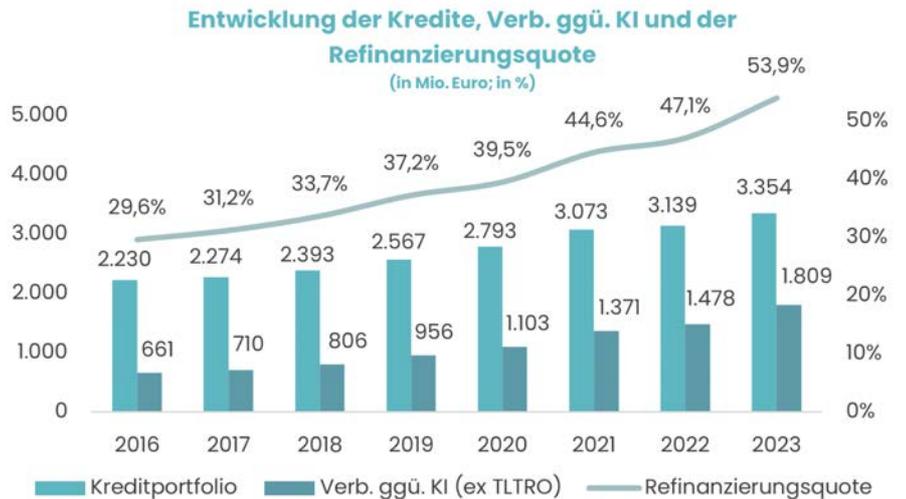
Quelle: Unternehmen

Grundsätzlich ist das Kreditgeschäft im Vergleich zum Provisions- oder Passivgeschäft deutlich kapitalintensiver. So muss die UmweltBank aktuell 15,5% Eigenmittel für Kredite aus dem Bereich der erneuerbaren Energien vorhalten, da diese i.d.R. zu 100% in die RWA eingehen. Immobilienkredite können mit unterschiedlichen Risikogewichten von 35%, 50%, 75% bzw. 100% in die RWA eingehen. Auf Basis des letzten umfangreichen Offenlegungsberichts der Bank aus 2020 gehen wir davon aus, dass das durchschnittliche Risikogewicht im Immobilienbereich bei ca. 70% liegt. Dementsprechend müssten durchschnittlich 10,85% Eigenmittel auf die Immobilienkredite vorgehalten werden.

Durch Basel IV werden sich die Risikogewichte in beiden Finanzierungsbereichen ändern. So wird bei Immobilienfinanzierungen zukünftig zwischen In Bau befindlichen und fertiggestellten, einnahmegenerierenden Objekten unterschieden. Sofern die UmweltBank viele in Bau befindliche Projekte im Kreditbuch hätte, könnten sich die RWA erhöhen. Unternehmensangaben zu den Auswirkungen wurden bisher nicht getroffen, sodass diese mit den verfügbaren Informationen nicht mit hinreichender Belastbarkeit abzuschätzen sind. Da die UmweltBank traditionell risikoärmere Projekte finanziert und die sehr geringen historischen Ausfallquoten die gute Risikoeinschätzung unterstreichen, gehen wir davon aus, dass sich der Großteil der Projekte nicht in der Bauphase befindet. Im Bereich der erneuerbaren Energien ist u.E. unter bestimmten Voraussetzungen eine Reduktion des Risikogewichts möglich, was mehr Neugeschäft ermöglichen und ebenfalls den Return on RWA erhöhen würde. Wir glauben, dass ein effizienter Einsatz von Kapital bzw. RWA eine der wichtigsten Aufgaben des Managements darstellt und erkennen bei dem neuen CEO klare Tendenzen, die Kapitalallokation und die RWA aus Renditegesichtspunkten zu optimieren. In den nächsten Jahren erwarten wir mit dem Wegfall der zusätzlichen Eigenmittelanforderungen eine schrittweise Rückkehr zu den historischen Neukreditvolumina und ab 2026 eine erneute und spürbare Ausweitung des Kreditbuchs.

Refinanzierung des Kreditportfolios

Zur Refinanzierung nutzt die UmweltBank eigene Einlagen sowie die beiden Förderbanken KfW und die Landwirtschaftliche Rentenbank. Während die kongruente Refinanzierung über die vorgenannten Förderbanken kein Zinsrisiko birgt und weit überwiegend zur Refinanzierung der Renewables-Kredite eingesetzt wird, erfolgt die Refinanzierung der langlaufenden Immobilienkredite vorwiegend über täglich fällige Einlagen und kurzfristiges Festgeld. Dadurch weist der Real Estate-Bereich u.E. insgesamt eine höhere Marge auf, birgt jedoch aufgrund der bewusst in Kauf genommenen fehlenden Fristenkongruenz u.E. nicht unwesentliche Risiken, die das Institut insgesamt anfällig für Zinsanhebungen macht. In den letzten Jahren ist bereits eine kontinuierlich steigende Quote der über Förderbanken refinanzierten Kredite zu erkennen, was wir aus Risikogesichtspunkten positiv werten. In 2016 lag diese bei 29,6%, während 2023 bereits 53,9% des Kreditvolumens über die KfW bzw. die Landwirtschaftliche Rentenbank refinanziert wurde. In der nachstehenden Abbildung ist die Entwicklung des Kreditportfolios sowie der Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten abgebildet. Da wir davon ausgehen, dass die TLTRO-Mittel nahezu gänzlich zum Kauf von Anleihen verwendet wurden, sind die Verbindlichkeiten gegenüber Banken exklusive der TLTRO-Mittel angegeben, auf deren Basis ebenso die Refinanzierungsquote berechnet wurde.



Wir gehen davon aus, dass zukünftig maximal 60% des Kreditvolumens über die Förderbanken refinanziert werden kann, was wir vor allem auf fehlende Möglichkeiten im Immobilienbereich zurückführen. Der höhere Anteil der über Förderbanken refinanzierten Kredite wird die Zinsmarge des Instituts u.E. zwar zukünftig strukturell verringern, jedoch auch das Risikoprofil der Bank entschärfen, sodass wir eine möglichst hohe Refinanzierung über Förderbanken positiv werten.

In Hinblick auf die Profitabilität des Aktivgeschäfts sind keine durchschnittlichen Zinsmargen bekannt. Wir gehen davon aus, dass die UmweltBank im Renewables-Bereich, der u.E. mittlerweile nahezu vollständig über Förderbanken refinanziert wird, eine durchschnittliche Marge i.H.v. ca. 100BP erzielen kann. Darüber hinaus fällt bei Abschluss der Finanzierung eine Provision an. Im Immobilienbereich dürfte die Marge aufgrund der Refinanzierung über (i.d.R.) vergleichsweise niedrig verzinsten kurzfristigen Einlagen u.E. leicht höher liegen. Die konkrete Zinsmarge ist jedoch von der Höhe der Verzinsung der täglich fälligen Einlagen abhängig, sodass Kredite bei einem anschließend steigenden Zinsniveau auch eine deutlich geringere oder gar negative Zinsmarge aufweisen können. Bei Zinssenkungen würde sich dieser Effekt umkehren und die Zinsmarge erhöhen. Zukünftig gehen wir davon aus, dass die UmweltBank verstärkt Derivate zur Steuerung der beschriebenen Zinsrisiken einsetzt.

Passivgeschäft stellt wichtigsten kurzfristigen Wachstumstreiber dar und dürfte auch mittelfristig an Bedeutung gewinnen

Auf der Einlagenseite bildet die große, treue Kundenbasis den Ausgangspunkt für das Passivgeschäft. Insgesamt betreut die Bank derzeit rd. 140.000 Kunden, die über Einlagen in Höhe von 3,1 Mrd. EUR verfügen. Nachdem die Kundenzahl bis Ende der 2000er-Jahre stark gesteigert werden konnte und 2011 bereits der Meilenstein von 100.000 Kunden erreicht wurde, flachte der Zustrom seit 2011 ab (seit 2011 bis Ende 2023 netto noch rd. 30.000 Neukunden). Zuletzt wurde die Kundenakquise im Zuge der Migration des Kernbankensystems bis Anfang 2024 gänzlich pausiert.

Die neue Strategie sieht eine deutlich Steigerung der Kundenzahl sowie der Einlagen auf 500.000 Kunden bzw. 5,3 Mrd. EUR vor. Dabei konnte die Wachstumsdynamik in Herbst 2023 bereits ohne große Werbekampagnen signifikant beschleunigt werden. Grundsätzlich positioniert sich die UmweltBank nicht als Preisführer, sondern richtet sich gezielt an überdurchschnittlich gebildete, einkommensstarke und umweltbewusste Menschen.



Quelle: Unternehmen

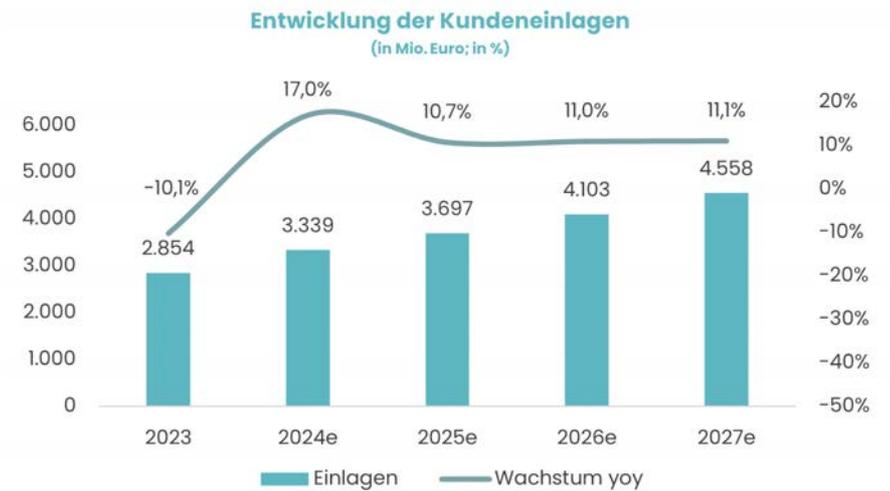
Trotz des gebremsten Kundenwachstums gelang es der UmweltBank fortwährend mehr Kundeneinlagen einzusammeln. Im Zeitraum 2013 bis 2022 konnten diese durchschnittlich um 7,1% p.a. gesteigert werden, während die Kundenzahl um durchschnittlich 1,6% p.a. stieg. Möglich macht dies das deutlich gewachsene Einlagenvolumen pro Kunde, das im gleichen Zeitraum von rund 15 TEUR auf mehr als 24 TEUR zulegen konnte. Der kurzfristige Rückgang der Einlagen in 2023 konnte bereits nahezu vollständig in Q1/24 kompensiert werden.



Quelle: Unternehmen

Bei Betrachtung der Einlagen ist auch die Fristigkeit von hoher Bedeutung, da Tagesgeld ein höheres Zinsänderungsrisiko birgt, als Festgeld mit mehrjähriger Konditionsbindung. Der Anteil der täglich fälligen Einlagen belief sich bei der UmweltBank Ende 2023 auf 62,1% (Vj.: 68,4%), wobei die Verzinsung der Sichteinlagen in 2023 auf 3,00% p.a. angehoben wurde (ab 07/24 2,77% p.a. aufgrund Zinssenkung um 25BP). Gleichzeitig wurden die Zinsen für Festgeld in den letzten Quartalen mehrmals gesenkt. Die Verzinsung von Festgeld beträgt aktuell 2,75% p.a. bei einer Laufzeit von einem Jahr und 2,50% p.a. für eine Laufzeit von 5 bzw. 10 Jahren. Da die Einlagefazilität aktuell bei 3,75% liegt, kann die UmweltBank überschüssige Gelder mit einer Sparmarge von ~100 BP und einem Risikogewicht von 0% bei der EZB parken. Alternativ können überschüssige Einlagen auch in kurzfristige Anleihen investiert werden, die ein Risikogewicht von 20% aufweisen. Damit ist das Geschäft ebenfalls deutlich weniger kapitalintensiv als das Kreditgeschäft.

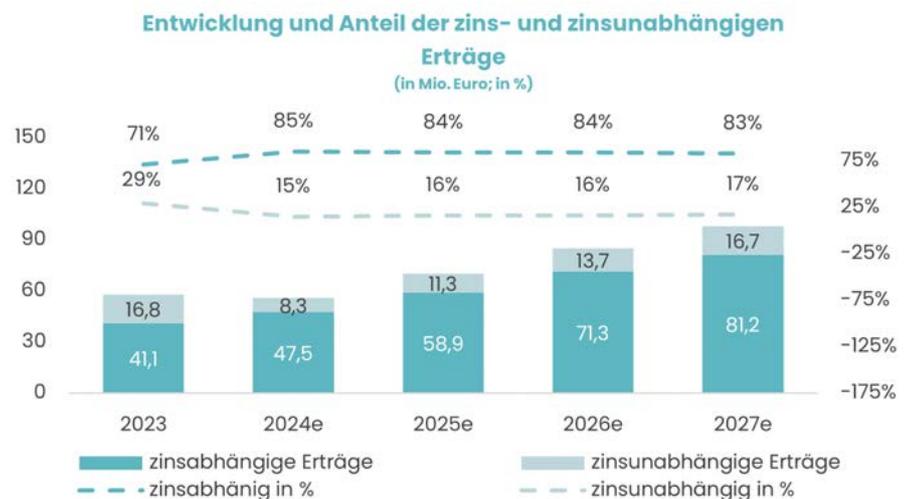
Aufgrund der niedrigen Kapitalanforderungen ist das Passivgeschäft vergleichsweise leicht skalierbar und weist aktuell ein attraktives Rendite-Risiko-Profil auf. In den nächsten Jahren rechnen wir daher mit einem deutlichen Wachstum der Kundenzahl (MONe2027: 435.000 Kunden) und Einlagen.



Quelle: Unternehmen, Montega

Bedeutung der zinsunabhängigen Erträge dürfte abnehmen

Neben den Zinserträgen verdient die Bank Provisionen bei Abschluss von Krediten und im Brokerage- bzw. Wertpapierbereich mit den eigenen aktiv gemanagten bzw. passiven Fonds. Die neue Strategie sieht eine starke Steigerung der Anzahl der Wertpapierdepots vor. Angesichts der kontinuierlich steigenden Wettbewerbsintensität und dem hohen Preisdruck im deutschen Brokerage-Markt positionieren wir uns hier vorerst konservativ. Da wir in 2024 und 2025 mit einem niedrigeren Kreditneugeschäft rechnen, werden auch die Provisionen niedriger ausfallen. Darüber hinaus werden im Handelsgeschäft mit Wertpapieren nur geringe Erträge erzielt (<1 Mio. EUR), da sich die Bank auf das Kredit- und Einlagengeschäft konzentriert. Angesichts der Liquidation des Beteiligungsgeschäfts und der bereits vollständig veräußerten Aktienfonds-Positionen dürften die laufenden Erträge ab 2024 nahezu auf Null sinken. Insgesamt erwarten wir somit eine Verschiebung zugunsten der zinsabhängigen Erträge (2023: 29%; 2027e: 17%) und rückläufige zinsunabhängige Erträge, wobei 2027 erneut das Niveau aus 2023 erreicht werden sollte.



Quelle: Unternehmen, Montega

Gestiegene Kostenbasis erfordert zukünftig deutlich höhere Erträge

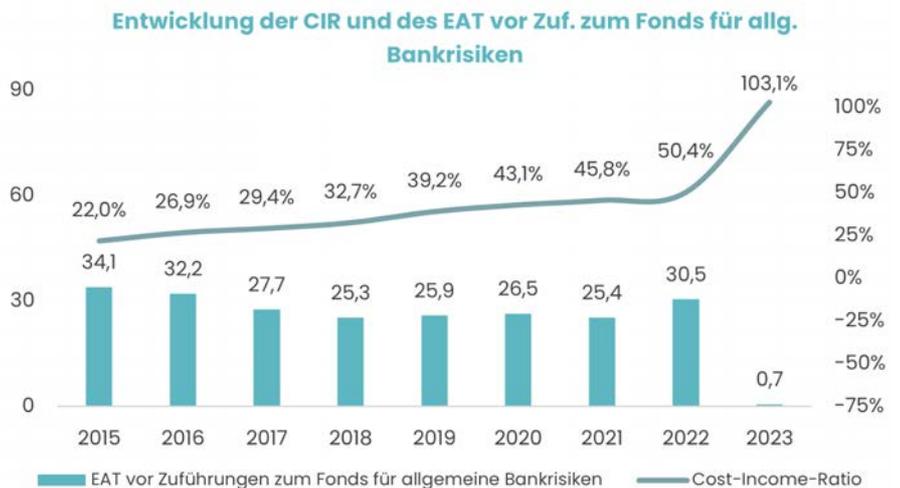
In den letzten Jahren ist die Kostenbasis der UmweltBank deutlich angestiegen. So musste die Belegschaft aufgrund der kontinuierlich steigenden regulatorischen Anforderungen deutlich vergrößert werden. Konkret hat sich die Mitarbeiterzahl seit 2019 auf leicht über 300 verdoppelt. Angesichts der hohen Inflation und Gehaltssteigerungen stiegen die Personalkosten nochmals stärker. Mit der deutlich gewachsenen Organisation legten auch die allgemeinen Verwaltungsaufwendungen zu. Dabei belastete zuletzt die Umstellung auf ein neues Kernbankensystem, was 2023 zu einmaligen Kosten i.H.v. rd. 10 Mio. EUR führte (2022: ca. 5 Mio. EUR, 2024 nochmals ca. 5 Mio. EUR).



Quelle: Unternehmen

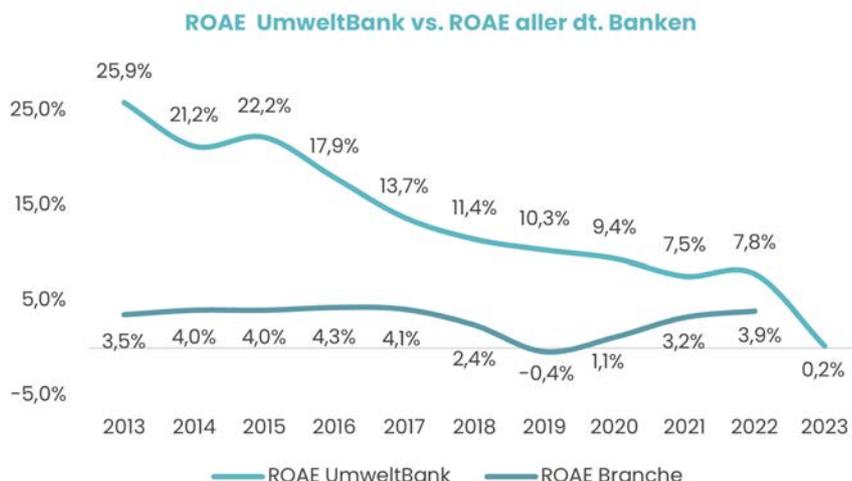
Zwar werden die Aufwendungen im Zusammenhang mit dem neuen Kernbankensystem in 2024 mit 5 Mio. EUR geringer ausfallen als im Vorjahr, dafür dürften u.E. jedoch höhere Kosten für externe Berater (Behebung der BaFin-Feststellungen) sowie Marketingkampagnen (Ausbau des Passivgeschäfts) anfallen. Der Vorstand geht für das laufende Jahr gemäß Guidance von einem Kostenanstieg um rd. 23% auf 70 Mio. EUR aus. Dabei dürfte der Ausbau der Belegschaft u.E. nahezu abgeschlossen sein. Aktuell hat die UmweltBank noch ca. 15 Stellen ausgeschrieben. In 2025 erwarten wir aufgrund geringerer Beraterkosten und der gänzlich abgeschlossenen Umstellung des Kernbankensystems eine Reduktion der Verwaltungskosten auf 61,2 Mio. EUR. In 2026 und 2027 prognostizieren wir eine inflationsgetriebene Kostensteigerung um 4,0% bzw. 3,0% yoy.

Ergebnisseitig schlug sich die gestiegene Kostenbasis in Kombination mit der durch die anhaltende Niedrigzinsphase geschrumpften Zinsmarge auch in der Cost-Income-Ratio nieder. Diese ist seit knapp einem Jahrzehnt stetig steigend und fand im vergangenen Jahr mit 103,1% u.E. seinen Höhepunkt. Dabei erzielte die Bank in den 2010-er Jahren Best-in-Class Cost-Income-Ratios (2015: 22,0%).



Quelle: Unternehmen

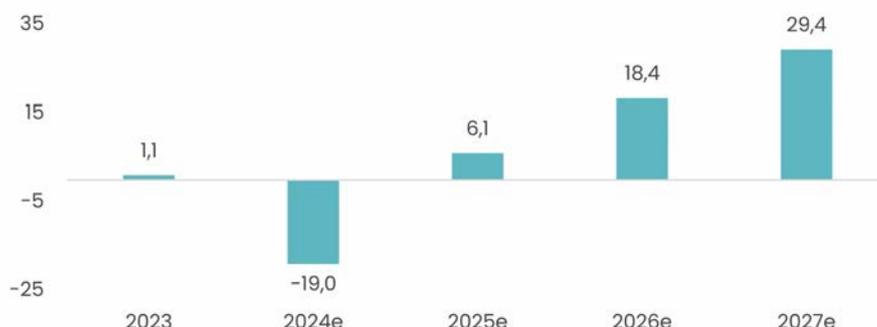
Eine ähnliche Entwicklung ist auch bei der Eigenkapitalrendite (ROAE: return on average equity) zu beobachten, die im Zuge des gestiegenen Eigenkapitals bei übergeordnet schrumpfenden Gewinnen in den letzten Jahren zurückging. Nichtsdestotrotz lagen die Eigenkapitalrenditen (mit Ausnahme des Jahres 2023) konstant über dem Profitabilitätsniveau der Branche. In den nächsten Jahren erwarten wir eine sukzessive Verbesserung der Eigenkapitalrendite bis auf ein Niveau von 9,0%.



Quelle: Unternehmen, Deutsche Bundesbank; ROAE: return on average equity

Auf Basis der prognostizierten Ertrags- und Kostenentwicklungen erwarten wir mittelfristig die im Folgenden dargestellte Entwicklung des EBT vor Zuführungen zum Fonds für allgemeine Bankrisiken.

Entwicklung des EBT vor Zuf. zum Fonds f. allg. Bankrisiken (in Mio.)



Quelle: Unternehmen, Montega

Dabei ergibt sich bei Erreichen des Management-Szenarios eine nochmals höhere Profitabilität. Der wesentliche Unterschied in den Erwartungen liegt u.E. in der erzielbaren Zinsmarge, da wir die ausgerufenen Wachstumsziele im Aktiv- und Passivgeschäft für visibel halten.

Dividende und Entwicklung der Aktienanzahl

Wie branchenüblich schüttet auch die UmweltBank eine Dividende aus. Nachdem diese bis 2018 kontinuierlich anstieg, blieb die Dividende in den fünf darauffolgenden Geschäftsjahren konstant bei 0,33 EUR je Aktie, ehe sie für 2023 voraussichtlich auf der diesjährigen Hauptversammlung ausgesetzt werden wird. Eine quotenbasierte Dividendenpolitik oder Ähnliches besteht nicht, wobei die Ausschüttungsquote in der Vergangenheit zwischen 22,8% und 45,8% lag. Dementsprechend konnte die UmweltBank die Dividendenzahlungen komfortabel stemmen und den Großteil ihrer Gewinne zur Stärkung der Eigenmittel bzw. weiteres Wachstum nutzen. Durch die Möglichkeit der Aktiendividende (seit 2017), die durch die Ausgabe von jungen Aktien bedient wurde, fielen die cash-basierten Dividendenzahlungen nochmals geringer aus. Obwohl der Vorstand u.E. eine möglichst schnelle Rückkehr zu Dividendenzahlungen anstrebt, rechnen wir auch im nächsten Geschäftsjahr mit einer Aussetzung der Dividende. In 2026 dürfte mit dem von uns erwarteten gänzlichen Wegfall der zusätzlichen Eigenmittelanforderungen und der prognostizierten verbesserten Profitabilität erneut eine Dividende gezahlt werden.



Quelle: Unternehmen; *zwecks Vgl. um Aktiensplit in 2017 bereinigt; Ausschüttungsquote bezieht sich auf EAT vor Zuf. zum Fonds für allg. Bankrisiken

Die Aktiendividende führt durch die kontinuierliche Ausgabe junger Aktien zu einer leichten Erhöhung der Aktienanzahl.

In der Vergangenheit hat die UmweltBank zudem mehrere Kapitalerhöhungen durchgeführt (zuletzt 2019 und 2021), um ihr Wachstum zu finanzieren und die Eigenmittel zu stärken. In Kombination mit der Aktiendividende hat dies seit 2016 zu einer Erhöhung der Aktienanzahl von 30,2% geführt (ungeachtet eines 1:5 Aktiensplits in 2017). Dabei stieg die Aktienanzahl im Zuge der Kapitalerhöhung in 2019 um 2,38 Mio. Aktien und 2021 um weitere 4,43 Mio. Aktien (kumuliert +24,6% ggü. dem Ausgangsniveau 2016), während sich die Erhöhung aus Aktiendividenden seit 2016 insgesamt auf 5,6% beläuft. Weitere Faktoren der Verwässerung wie Aktienoptionen bestehen nicht.

Positiver Newsflow erwartet: H1-Ergebnisse dürften weiteres Wachstum im Passivgeschäft und Fortschritte bei der Umsetzung der neuen Strategie zeigen

In den nächsten Monaten erwarten wir vor allem im Zuge der Verkündung der Halbjahreszahlen Ende August positiven Newsflow. Dabei dürfte sich u.E. die positive Entwicklung im Einlagengeschäft und bei der Kundengewinnung fortgesetzt haben. Darüber hinaus erwarten wir weitere Erkenntnisse hinsichtlich der Fortschritte zur Behebung der BaFin-Feststellungen sowie der Liquidation des Beteiligungsgeschäfts. Insgesamt dürften die Ergebnisse (wie auch schon die Q1-Ergebnisse) signifikante Fortschritte bei der Umsetzung der neuen Strategie und des aktuellen Umbaus des Instituts zeigen.

Fazit

Die UmweltBank AG bietet Investoren die Möglichkeit, sich an der zweitgrößten und einzigen börsennotierten Nachhaltigkeitsbank in Deutschland zu beteiligen. Das Geschäft der UmweltBank ist u.E. leicht verständlich und im Branchenvergleich risikoarm. Im Kreditgeschäft sieht sich die UmweltBank in den nächsten Jahren u.E. einer sehr komfortablen Nachfragesituation ausgesetzt und kann dementsprechend die attraktivsten Projekte auswählen. Im Einlagengeschäft dürfte die Bank von seiner modernen und authentischen Marke sowie dem stetig steigenden Nachhaltigkeitsbewusstsein profitieren. Auch wenn sich das Institut derzeit aufgrund seiner Zinspositionierung und der BaFin-Feststellungen, die zu kurzfristig höheren Eigenmittelanforderungen führen, noch Gegenwind ausgesetzt sieht, handelt es sich nicht um strukturelle, sondern um temporäre Probleme. Mit der in Q1/24 vorgestellten neuen Transformations- und Wachstumsstrategie hat die Bank zudem eine u.E. sinnvolle Roadmap für die nächsten Jahre vorgelegt, wobei bereits nach wenigen Monaten erste Erfolge bei der Umsetzung der Strategie erzielt werden konnten.

SWOT

Der zukünftige Geschäftserfolg der UmweltBank ist kurzfristig vor allem vom Wachstum des vergleichsweise wenig kapitalintensiven Passivgeschäfts abhängig, um die gestiegene Kostenbasis möglichst schnell durch höhere Erträge zu kompensieren. Dabei dürfte die UmweltBank von seiner starken authentischen Marke und dem allgemein hohen Nachhaltigkeitsbewusstsein profitieren, wobei wir Erstere als eine der zentralen Stärken des Unternehmens ansehen. Die größten Schwächen bzw. Risiken sehen wir in der u.E. noch nicht ausreichenden Absicherung der Zinsrisiken und der partiellen Fristeninkongruenz von Einlagen und Krediten. Zu den größten Chancen zählt u.E. eine mögliche Erweiterung der Produktpalette (vor allem im Retail-Bereich), was zusätzliche Wachstumsimpulse und Erträge liefern würde.

Stärken

- Starke Marke, hohe Kreditibilität und Konsumentenvertrauen (kein Greenwashing)
- Erfolgreiche Pionier-Positionierung in mehreren Marktnischen, die sich starkem langfristigem Wachstum und politischem Rückenwind gegenübersehen
- Schlankes Produktangebot und einfaches Geschäftsmodell
- Angebot und Ausrichtung der Bank trifft den Zeitgeist

Schwächen

- Aktuell niedrige Zinsmarge durch langfristige, niedrigverzinsten Kredite sowie kurzlaufende und aktuell hochverzinsten Einlagen
- Starke Kostensteigerungen der letzten Jahre müssen durch höhere Erträge kompensiert werden
- Partielle Fristeninkongruenz und kein Hedging von Zinsrisiken (langfristige Kredite werden teils mit kurzfristigen und variabel verzinsten Einlagen refinanziert)
- BaFin-Feststellungen führen temporär zu höheren Eigenmittelanforderungen

Chancen

- Ein mehrjährig hohes Zinsniveau könnte zur Ausdehnung der Zinsmarge führen
- Das Einwerben von Einlagen könnte dank deutlich gestiegener Passivmarge zusätzliche Gewinnbeiträge beisteuern
- Die Erweiterung der Produktpalette im Retail-Bereich (z.B. Girokonto) könnte die Attraktivität der Bank für Neukunden nochmals steigern

Risiken

- Zinsrisiken durch unzureichende Absicherungen
- Ausfallrisiken durch verändertes Zinsumfeld, insbesondere im Immobilienbereich
- Bei hohen Abflüssen von Einlagen könnten verlustbringende Verkäufe von Anleihen notwendig werden
- Zunehmende Regulierung oder höhere Eigenkapitalvorschriften könnten zu höheren Kosten bzw. steigendem EK-Bedarf und niedrigeren Eigenkapitalrenditen führen
- Die Behebung der durch die BaFin festgestellten Mängel könnte sich verzögern

Bewertung

Wir haben die Bewertung der UmweltBank anhand eines Residualeinkommensmodells durchgeführt, dessen Annahmen im Folgenden dargestellt sind.

Residualeinkommensmodell

Das Bewertungsmodell reflektiert die attraktiven Wachstumsperspektiven und das hohe Marktpotenzial im Einlagen- sowie Kreditgeschäft. Kurzfristig führt die dynamische Entwicklung des Passivgeschäfts, für das wir bis 2027 eine Ausweitung von aktuell 3,1 Mrd. EUR auf 4,6 Mrd. EUR prognostizieren, zu einem Wachstum der Erträge. Gleichzeitig wird die mittelfristige Ausweitung des vergleichsweise kapitalintensiven Kreditgeschäfts widergespiegelt sowie die u.E. hierfür notwendige Aufhebung der zusätzlichen Eigenmittelanforderungen bis 2026. Insgesamt rechnen wir daher mit einem kontinuierlichen Anstieg des Zinsergebnisses bei weiterhin sehr niedrigen Risikokosten (MONe: 2,0 Mio. EUR p.a.).

Darüber hinaus reflektiert das Modell die erfolgreiche und kurzfristige Veräußerung der Beteiligungen zum Buchwert, was einerseits die RWA und andererseits jedoch die laufenden Erträge reduziert. Ebenso wird der erfolgreiche Ausbau des provisionsbasierten Geschäfts (darunter Fonds- und Depotgeschäft) abgebildet.

Auf Seite der Zinsmarge gehen wir im Aktivgeschäft von konstanten Margen aus, während sich die Marge im Kreditgeschäft sukzessive erhöhen dürfte, da wir davon ausgehen, dass die Altkredite aus der Niedrigzinsphase insgesamt eine geringere Profitabilität aufweisen und in den nächsten Jahren schrittweise durch rentablere Kredite abgelöst werden.

Auf der Kostenseite sollte dieses Jahr mit 72 Mio. EUR der mittelfristige Hochpunkt erreicht sein, da insbesondere die benötigte Mitarbeiterbasis erreicht ist. Dementsprechend prognostizieren wir 2025 um 10,8 Mio. EUR rückläufige Verwaltungskosten, da Aufwendungen im Zusammenhang mit der Umstellung auf das neue Kernbankensystem sowie Beratungskosten im Zusammenhang mit den BaFin-Feststellungen wegfallen dürften. Anschließend erwarten wir jährliche inflationsgetriebene Steigerungen i.H.v. 4,0% bzw. 3,0%.

Für die Marktrendite werden 8,0% unterstellt, die sich aus einer Risikoprämie in Höhe von 5,5% und einer risikolosen Rendite von 2,5% ergibt. Bei einem Beta 1,0 ergeben sich Eigenkapitalkosten von 8,00%.

Im Modell werden ausgehend vom aktuellen Eigenkapital (inkl. Fonds für allg. Bankrisiken) die abgezinsten periodischen Überschüsse kumuliert. Der Überschuss ergibt sich, indem die Differenz zwischen Eigenkapitalrendite und Eigenkapitalkosten berechnet wird und mit dem jeweiligen Eigenkapital multipliziert wird.

Für die UmweltBank AG ermittelt sich somit aus dem Residualeinkommensmodell ein fairer Wert je Aktie von 8,47 EUR.

Residual Income Modell

Angaben in Mio. EUR

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal Value
Eigenkapital	376,3	380,6	389,9	403,2	417,1	436,0	458,6	482,0
Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EK nach Minderheiten	376,3	380,6	389,9	403,2	417,1	436,0	458,6	482,0
Überschuss n. Minderheiten	-19,0	4,2	12,9	20,6	29,2	34,9	39,0	39,8
ROE	-5,05%	1,12%	3,31%	5,10%	7,00%	8,00%	8,50%	8,25%
Eigenkapitalkosten	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Residualeinkommen	-49,1	-26,2	-18,3	-11,7	-4,2	0,0	2,3	1,2
Present Value	-50,0	-24,7	-16,0	-9,5	-3,1	0,0	1,5	11,9
Kumuliert	-50,0	-74,8	-90,8	-100,2	-103,3	-103,3	-101,9	-89,9

Wertermittlung (Mio. EUR)

Total present value (Tpv)	-89,9
Terminal Value	11,9
Anteil vom Tpv-Wert	-13%
Buchwert Eigenkapital	395,3
Eigenkapitalwert	305,4

Aktienzahl (Mio.)	36,06
Wert je Aktie (EUR)	8,47
+Upside / -Downside	33%
Aktienkurs (EUR)	6,38

Modellparameter

Marktrendite	8,0%
Beta	1,00
Eigenkapitalkosten	8,0%
ewiges Wachstum	2,00%

Annahmen: Ergebniswachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Ergebniswachstum	2024-2027	2,3%
Mittelfristiges Ergebniswachstum	2024-2030	3,4%
Langfristiges Ergebniswachstum	ab 2031	0,0%
ROE kurzfristig	2024-2027	1,1%
ROE mittelfristig	2024-2030	4,0%
ROE langfristig	ab 2031	8,3%

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

WACC	ewiges Wachstum				
	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
8,50%	7,56	7,54	7,53	7,52	7,49
8,25%	7,98	7,98	7,98	7,98	7,98
8,00%	8,43	8,46	8,47	8,48	8,52
7,75%	8,92	8,97	9,00	9,03	9,10
7,50%	9,44	9,53	9,57	9,63	9,75

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

	EBIT-Marge ab 2031e				
	7,75%	8,00%	8,25%	8,50%	8,75%
8,50%	7,53	7,83	8,13	8,42	8,72
8,25%	7,67	7,98	8,30	8,61	8,92
8,00%	7,81	8,14	8,47	8,80	9,13
7,75%	7,94	8,30	8,65	9,00	9,35
7,50%	8,08	8,46	8,83	9,20	9,57

Bewertungsergebnis aus Positionen des Umlaufvermögens

Unternehmenshintergrund

Die UmweltBank ist eine deutsche Direktbank, die sich nahezu vollständig auf das klassische Kredit- und Einlagengeschäft fokussiert. Dabei werden ausschließlich ökologische bzw. nachhaltige Projekte im Bereich der **erneuerbaren Energien** und **sozialen** bzw. **nachhaltigen Immobilien** finanziert. Das Kreditportfolio belief sich Ende 2023 auf 3,6 Mrd. EUR und wird teils über Förderbanken wie die KfW oder über Kundeneinlagen refinanziert. Letztere beliefen sich Ende 2023 auf 2,9 Mrd. EUR und umfassen überwiegend täglich fällige Einlagen der mehr als 132.000 Kunden. Grundsätzlich profitiert die UmweltBank im Retailgeschäft von seiner starken, authentischen Marke und dem klaren Nachhaltigkeitsbekenntnis, das einen wesentlichen USP darstellt. Dies drückt sich in der einzigartigen "UmweltGarantie" aus, die das Versprechen über die 100%-ige Reinvestition der Kundeneinlagen in nachhaltige, umweltfreundliche Projekte darstellt und seit Bestehen kontinuierlich eingehalten wurde.

Seit Gründung in 1997 ist das Institut einer der Pioniere und Marktführer von Finanzierungen von Projekten im Bereich der erneuerbaren Energien und sozialen bzw. energieeffizienten Immobilien. In den letzten 25 Jahren hat die UmweltBank über 25.000 umweltfreundliche Projekte gefördert und ihre Bilanzsumme auf knapp 6 Mrd. EUR ausgeweitet. Im Zuge der anhaltenden Niedrigzinsphase trieb die Bank auch die weitere Diversifizierung der Geschäftsaktivitäten in synergetischen Bereichen voran. So baute das Institut in den letzten Jahren ein eigenes Beteiligungs- und Fondsgeschäft auf, das sich ebenfalls auf die hohen ökologischen und sozialen Standards des Unternehmens stützt.

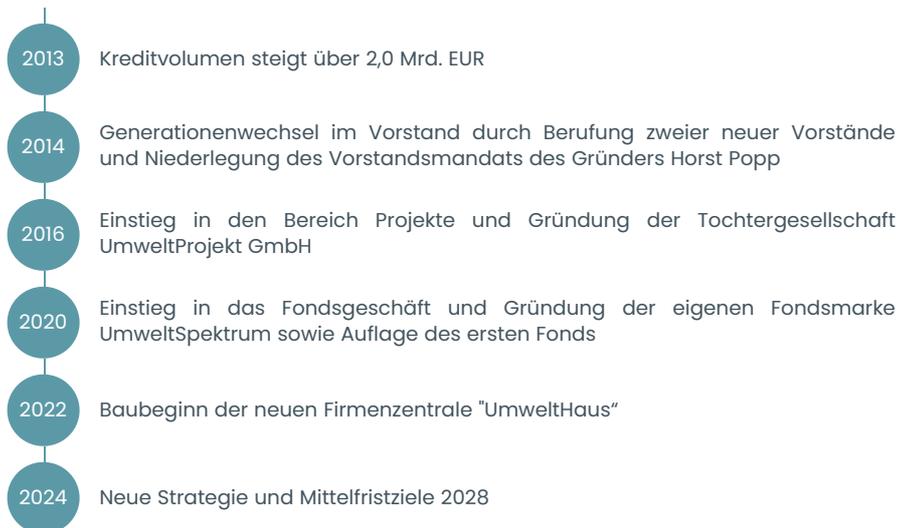
Key Facts

Sektor	Finanzdienstleistungen
Ticker	UBK
Mitarbeiter	303 (FTEs)
Bilanzsumme	5,7 Mrd. EUR
Jahresüberschuss	0,7 Mio. EUR
RoE	0,3%
Geschäftsmodell	Finanzierung von Renewables-Projekten und nachhaltigen bzw. sozialen Immobilien, Anbieter von nachhaltigen Fonds
Kundenstruktur	140.000 Privatkunden in Deutschland und Vielzahl von gewerblichen Kreditnehmern in den Bereichen erneuerbare Energien und Immobilien

Quelle: Unternehmen, Montega; Stand: Geschäftsjahr 2023

Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie





Aktuelle Entwicklung

Während die UmweltBank in der letzten Dekade deutlich wachsen und zweistellige Kapitalrenditen auf das Eigenkapital erzielen konnte, litt das Institut zuletzt aufgrund seiner Zinspositionierung unter dem historisch schnellen Zinsanstieg. Insgesamt befinden sich aufgrund der Niedrigzinsphase eine Vielzahl von Darlehen mit langfristiger Zinsbindung und niedrigen Zinssätzen im Bestand der Bank, die nur teilweise kongruent zu fixen Zinssätzen refinanziert sind und denen in der Folge der Zinswende vergleichsweise hochverzinsten täglich fällige Einlagen gegenüberstehen. Eine ähnliche Situation ergab sich im Anleiheportfolio, das zwar lediglich eine Duration von wenigen Jahren aufwies, jedoch nicht die nahezu unmittelbaren Steigerungen der Verzinsung der Tagesgeldeinlagen kompensieren konnte. Mit der aktuellen Stabilisierung des Zinsniveaus bzw. einer ersten Senkung ist u.E. bereits der **Großteil der negativen Effekte verdaut**, da niedrigverzinsten Altkredite sukzessive durch deutlich höherverzinsten Kredite ersetzt werden und auch das Anleihebuch der Bank optimiert wurde, wodurch mittlerweile höhere Erträge generiert werden.

Neben dem Zinsumfeld belastete das Institut zuletzt eine BaFin-Prüfung, in deren Rahmen im Jahr 2022 Mängel festgestellt und eine Sicherstellung der ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation angeordnet wurden. Darüber hinaus wurden der Bank zusätzliche Eigenmittelanforderungen auferlegt. Betroffen waren vorwiegend Prozesse im Kreditgeschäft sowie der internen Revision. Ergänzend wurde ein Sonderbeauftragter der BaFin entsendet, der die Fortschritte bei der Umsetzung laufend beurteilt. Eine langwierige Nachprüfung ist daher nicht zu erwarten. Die aktuelle Eigenmittelanforderung der Bank beläuft sich auf 15,5%, wobei die zusätzliche Eigenmittelanforderung nach unseren Berechnungen rd. 2,5PP betragen dürfte (. Dies führt aktuell zu einer temporären Beschränkung der Kreditvergabe, obwohl die Kundennachfrage insbesondere im Bereich der erneuerbaren Energien auf sehr hohem Niveau liegt. Der Vorstand rechnet mit einer vollständigen Behebung der Mängel in 2025 bzw. spätestens 2026. Dabei dürfte 2025 u.E. eine partielle Auflösung der zusätzlichen Eigenmittelanforderungen erfolgen, was ein höheres Neugeschäft erlauben wird.

Um den kontinuierlich steigenden regulatorischen Anforderungen zu begegnen, hat die UmweltBank bereits den Wechsel zu einem deutlich leistungsfähigeren Kernbankensystem beschlossen, mit dem die Anforderungen wesentlich besser und effizienter erfüllt werden können. Der Wechsel wurde bereits in H2/23 erfolgreich abgeschlossen. Die Bedeutung des Wechsels ist u.E. als sehr hoch einzuschätzen und wird nicht nur auf regulatorischer, sondern auch auf Produkt- und Risikomanagementebene völlig neue Möglichkeiten eröffnen. So dürfte u.E. eine umfangreiche, derivativebasierte Steuerung bzw. Absicherung von Risiken oder die Erweiterung der Retail-Produktpalette um weitere klassische Banking-Dienstleistungen wie ein Girokonto oder eine Kreditkarte möglich werden.

Die Beseitigung aller festgestellten Mängel zur Eliminierung der zusätzlichen Eigenmittelanforderungen wird derzeit mit absoluter Priorität verfolgt. Mit der Einführung des neuen Kernbankensystems und dem nahezu abgeschlossenen Aufbau zusätzlicher personeller Kapazitäten (2019: 156 FTE, 2023: 303 FTE) wurden bereits deutliche Fortschritte erzielt. Zusätzlich wird die Bank von externen Beratern unterstützt.

Geschäftsmodell und Segmentbetrachtung

Das operative Geschäft der Bank lässt sich in drei Bereiche gliedern.

1) Kredit- und Einlagengeschäft

Das Kredit- und Einlagengeschäft stellt sowohl historisch als auch zukünftig das wichtigste Geschäftsfeld der UmweltBank dar. Im Kreditgeschäft ist das Institut ausschließlich im Bereich der erneuerbaren Energien (Onshore-Wind- und Solarkraft) sowie im Bereich der nachhaltigen Immobilien aktiv. Hier verfolgt das Unternehmen einen konservativen Geschäftsansatz (u.a. durch eine hohe Besicherung) und hat in der Vergangenheit nahezu keine Ausfälle in seinem Kreditportfolio verzeichnet. Insbesondere die EEG-Projekte im Bereich der erneuerbaren Energien weisen äußerst vorteilhafte Risikoprofile auf und versprechen sichere Zahlungsströme. Die UmweltBank finanziert Projekte ab einem Volumen von ca. 5,0 Mio. EUR und deckt sämtliche Projektvarianten der PV- und Windkraftprojekte ab. Dies umfasst sowohl den Neubau von Windparks als auch Repowering-Maßnahmen sowie große Dachanlagen, Freiflächenprojekte und PV-Repowering. Zudem ist auch eine Finanzierung von PPA-Projekten möglich. Dabei bieten vor allem Vor- und Zwischenfinanzierungen attraktive Geschäftsmöglichkeiten, während die typischen 20-jährigen Kredite über die EEG-Vergütungsdauer aus Renditegesichtspunkten weniger im Fokus stehen. Die Refinanzierung der Kredite erfolgt im Renewables-Bereich mehrheitlich über die staatlichen Förderbanken KfW und der Landwirtschaftlichen Rentenbank (MONE: >80%).

Auf Seite der Immobilien hat sich die UmweltBank auf die Finanzierung von ökologischen Wohnprojekten und nachhaltigen bzw. sozialen Miet- oder Gewerbeimmobilien spezialisiert. Dementsprechend werden überwiegend Immobilienprojekte ohne Gewinnerzielungsabsicht finanziert. Zu den typischen Kunden zählen beispielsweise Wohngenossenschaften und gemeinnützige Träger. Auch bildungsbezogene Projekte wie Studentenwohnungen, Kindertagesstätten und Pflegeimmobilien werden finanziert. 2023 ermöglichten die neu ausgereichten Kredite bezahlbaren Wohnraum für über 500 Menschen. Daneben wurde Raum für rd. 80 Betreuungsplätze in Schulen, Kindertagesstätten und Pflegeeinrichtungen geschaffen. Insgesamt hat sich die UmweltBank im wettbewerbsintensiven Immobilienmarkt u.E. in mehreren attraktiven Marktnischen positioniert.



Quelle: Unternehmen, Montega

Eine weitere Besonderheit im Kreditgeschäft besteht darin, dass die UmweltBank jedes Bauvorhaben nicht nur aus ökonomischer Sicht, sondern auch anhand ökologischer und sozialer Kriterien bewertet. Dabei wird ein UmweltRating erstellt und auf Basis der beiden Prüfungen die individuellen Kreditkonditionen für das Darlehen festgelegt. So kann der Kreditnehmer bei hoher Nachhaltigkeit leichte Ersparnisse erzielen.

Im Einlagengeschäft ist die UmweltBank ebenso mit einem sehr fokussierten Produktportfolio positioniert und bietet ausschließlich Tagesgeld (UmweltFlexkonto) und Festgeld (UmweltFestzins) an. Die gesamten Kundeneinlagen beliefen sich Ende Q1/24 auf 3,1 Mrd. EUR. Dabei zahlt die UmweltBank aktuell 3,0% Zinsen auf täglich fällige Einlagen und ist damit u.E. sehr attraktiv für Neu- und Bestandskunden. Die typischen "Zinsjäger" zieht die Bank jedoch nicht an, was wir positiv werten, da diese Kunden i.d.R. eine hohe Churn-Rate aufweisen und angesichts der initialen Kontoeröffnungskosten nicht oder nur leicht profitabel sind. Infolge der jüngsten Zinssenkung um 25 BP hat die Bank bereits eine Senkung um 23 BP angekündigt, um die Passivmarge nahezu stabil zu halten. Da Wettbewerber i.d.R. ebenfalls eine Anpassung der Konditionen vornehmen, wird das Angebot u.E. weiter attraktiv sein. Mit 62,1% der gesamten Einlagen stellt Tagesgeld das wichtigste Produkt im Einlagengeschäft dar. Auf Festgeld zahlt die Bank aktuell bei einer Laufzeit von einem Jahr 2,75% p.a. und für 5 bzw. 10 Jahre 2,5% p.a., wobei auch hier eine kurzfristige Anpassung nicht auszuschließen ist.

2) Wertpapiergeschäft

Im Jahr 2020 erfolgte mit dem Aufbau eines eigenen Fondsgeschäfts unter der Marke UmweltSpektrum die weitere Diversifizierung des Geschäftsmodells. Dabei ist das Fondsmanagement an externe Partner ausgelagert, sodass sich die UmweltBank auf die (Weiter)Entwicklung des nachhaltigen Fondskonzepts sowie den Vertrieb fokussiert. Aktuell umfasst das Angebot einen flexiblen Mischfonds sowie zwei Aktienfonds. Anfang 2024 hat der neue CEO zudem die Auflegung eines UmweltBank-ETFs forciert, der eine kostengünstige Alternative zu den aktiven Fonds darstellt und seit Q2/24 am Markt ist. Das kumulierte Fondsvolumen belief sich Ende 2023 auf 151,4 Mio. EUR, wobei auf den Flagship-Fonds (Mischfonds UmweltSpektrum Mix) 119,3 Mio. EUR entfielen. Ende 2023 hielt die UmweltBank eigene Fondsanteile mit einem bilanziellen Wert von 21,3 Mio. EUR (Seed money), die jedoch Anfang 2024 veräußert wurden, um Kapital freizusetzen und die Allokation der Eigenmittel zu optimieren. Neben den eigenen Fonds bzw. dem ETF bietet das Unternehmen ebenso klassische Brokerage-Dienstleistungen wie ein Wertpapierdepot an. Das gesamte Depotvolumen der UmweltBankkunden lag Ende 2023 bei 687 Mio. EUR.

3) Beteiligungsgeschäft (in Liquidation)

Um sich unabhängiger vom Zinsergebnis zu machen, erfolgte während der Niedrigzinsphase der Aufbau eines eigenen Beteiligungsgeschäfts. Hierbei steuert die UmweltBank sowohl ihr über Jahrzehnte aufgebautes Know-how als auch Eigenkapital für Solar- und Windparks sowie für den Bau nachhaltiger Wohnimmobilien bei. Darüber hinaus hat die UmweltBank in Form mehrerer Anleihen weiteres Kapital für die Finanzierung der Projekte beschafft. Nach Unternehmensangaben beläuft sich die Gesamtinvestitionssumme auf mehr als 750 Mio. EUR, wobei nur ein Bruchteil als Eigenkapital von der UmweltBank bereitgestellt wurde (Bilanzbuchwert Ende 2023: 35,8 Mio. EUR). Vereinzelt hat sich das Institut ebenfalls an weiteren Unternehmen mit einem starken Nachhaltigkeitsbezug beteiligt.

Die operative Steuerung und Entwicklung der Projekte wird in der Regel von externen Partnern übernommen, die oftmals gemeinsam mit der UmweltBank als Gesellschafter auftreten. Strategiegemäß profitiert das Institut vor allem durch kontinuierliche Ausschüttungen. **Im Zuge der neuen Strategie wurde die Liquidation des Geschäftsbereichs beschlossen**, da dieser nicht mehr als Kerngeschäft der Bank eingestuft wird und der Bereich durch deutlich höhere Kapitalanforderungen (Erhöhung des Risikogewichts um 150%) im Zuge der Einführung von Basel IV unattraktiver wird. Der Vorstand beabsichtigt, den Verkauf der Beteiligungen überwiegend bis Ende 2024 abzuschließen. Da Basel IV ab Januar 2025 anzuwenden ist, würde dies einen signifikanten Anstieg der Eigenmittelanforderungen (MONE: rd. 50 Mio. EUR) verhindern. In Q1/24 wurden bereits zwei Windparks und eine Immobiliengesellschaft mit einem positiven Ergebnisbeitrag im niedrigen einstelligen Mio.-EUR-Bereich veräußert.

Der gesamte Buchwert der Beteiligungen belief sich Ende 2022 auf 35,8 Mio. EUR und entfiel überwiegend auf den Real Estate-Bereich. Das Immobilienportfolio bestand zum 30.6.2023 aus 1.336 Wohneinheiten (109.908 m²), von denen 456 vermietet waren. Die Mieten der energetisch hocheffizienten Wohnungen liegen oftmals unterhalb des ortsüblichen Niveaus, sodass die Bank sowohl ihrer Nachhaltigkeits- als auch ihrer sozialen Verpflichtung nachkommt. Wie auf der untenstehenden Darstellung erkennbar, konnten im ersten Halbjahr 2023 signifikante Fortschritte bei der Entwicklung der Wohnprojekte erzielt werden, da mit 296 Wohneinheiten nahezu alle geplanten Vorhaben in die Bauphase übergehen konnten. Damit verblieben lediglich weitere 99 Wohneinheiten (7,4%) in der Planungsphase. Mit der Fertigstellung des weit überwiegenden Teils der Wohnungen ist in 2024 bzw. 2025 zu rechnen. Die Immobilien befinden sich in Berlin (u.a. Friedrichshain und Lichtenberg), Nürnberg, Tübingen, Freiburg, Bamberg, Wangen, Oranienburg, Greifswald und Leipzig.

Daneben sind der UmweltBank Beteiligungen an PV-Parks mit einer Leistung von 51,8 MWp und an Windparks mit einer Leistung von 29,9 MW zurechenbar. Während die Pipeline im Windkraftbereich mit 16,8 MW vergleichsweise klein ausfällt und lediglich eine Gesamtinvestition im mittleren zweistelligen Millionenbereich erfordern dürfte, befinden sich im PV-Bereich Anlagen mit einer Leistung von 214 MWp in Planung und weitere 6,5 MWp in Bau.

Zu den von uns als Non Core-Beteiligungen eingestuften Investments in Unternehmen mit Nachhaltigkeitsbezug zählt die serbische Bank Opportunity Banka AD (Buchwert: 7,6 Mio. EUR; hochprofitabel), die Naturata AG, einem Anbieter von Lebensmitteln in Demeter- und Bio-Qualität (Buchwert: 0,7 Mio. EUR; profitabel) sowie die größte deutsche Internetplattform für nachhaltigen Konsum Utopia GmbH (Buchwert: 5,1 Mio. EUR; defizitär). Angesichts der Größe der Opportunity Banka dürfte die UmweltBank aktuell verschiedenste strategische Möglichkeiten prüfen.

Management

Die UmweltBank zeichnet sich durch eine hohe Führungskontinuität und dementsprechend wenige Managementwechsel aus. Im Januar 2024 hat Dietmar von Blücher das Amt des Vorstandspräfers von Jürgen Koppmann übernommen, der die Bank knapp 20 Jahre als Vorstandspräfer bzw. -mitglied prägte.



Dietmar von Blücher ist seit Januar 2024 Vorstandspräfer der UmweltBank. Der studierte Betriebswirt bringt eine Vielzahl an Erfahrungen im Banksektor mit. Seine berufliche Laufbahn startete er bei der Dresdner Bank, wo er bereits früh diverse Führungspositionen bekleidete. 2009 wechselte er zur Commerzbank in die Abschlussanalyse und wurde 2012 zum Bereichsleiter des Group-Finance-Bereichs ernannt. 2016 sammelte er als CFO der börsennotierten Comdirect Bank erste Kapitalmarkterfahrung. Mit der Akquisition durch die Commerzbank 2020 entschied sich Dietmar von Blücher für einen Wechsel zur Baader Bank, wo er 2021 ebenfalls das Amt des CFOs übernahm. Nach seinem Austritt in 2023 ist er nun Teil des Vorstandsteams der UmweltBank.



Goran Bašić trat 1999 in die UmweltBank als Mitarbeiter in der Projektfinanzierung ein, übernahm 2011 die Abteilungsleitung der Projektfinanzierung und wurde 2014 in den Vorstand berufen. Zu seinen Verantwortungsbereichen zählen die Bereiche Finanzierung Energie-, Immobilien- und Infrastrukturprojekte, Finanzierung Privatkunden sowie die Bereiche Personal, Beteiligungen und Treasury & Sustainability. Vor seiner Laufbahn bei der UmweltBank war der diplomierte Volkswirt am Aufbau einer Geschäftsbank in Bosnien Herzegowina beteiligt.



Heike Schmitz ist seit 2021 als Generalbevollmächtigte für die UmweltBank tätig und wurde 2022 in den Vorstand des Finanzinstituts berufen. Zuvor war die gelernte Bankkauffrau und studierte Betriebswirtin in verschiedenen Leitungs- und Spezialistenfunktionen in drei Finanzinstituten tätig. Erfahrung sammelte sie unter anderem in der Leitung von Finanzabteilungen bei der comdirect bank, der Sparkassen Finanzgruppe und der Commerzbank.

Aktionärsstruktur

Die UmweltBank AG hat 36.058.412 auf den Inhaber lautende Stückaktien ausgegeben. Die Aktionärsstruktur ist im Wesentlichen von den Anteilen der sozial-ökologischen GLS Bank geprägt (15,3%), die das Paket 2018 von der Gründerfamilie Popp erworben hat. Die restlichen 84,7% der Aktien befinden sich im Streubesitz.



Quelle: Unternehmen

Residual Income Modell

Angaben in Mio. EUR

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Terminal Value
Eigenkapital	376,3	380,6	389,9	403,2	417,1	436,0	458,6	482,0
Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EK nach Minderheiten	376,3	380,6	389,9	403,2	417,1	436,0	458,6	482,0
Überschuss n. Minderheiten	-19,0	4,2	12,9	20,6	29,2	34,9	39,0	39,8
ROE	-5,05%	1,12%	3,31%	5,10%	7,00%	8,00%	8,50%	8,25%
Eigenkapitalkosten	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Residualeinkommen	-49,1	-26,2	-18,3	-11,7	-4,2	0,0	2,3	1,2
Present Value	-50,0	-24,7	-16,0	-9,5	-3,1	0,0	1,5	11,9
Kumuliert	-50,0	-74,8	-90,8	-100,2	-103,3	-103,3	-101,9	-89,9

Wertermittlung (Mio. EUR)

Total present value (Tpv)	-89,9
Terminal Value	11,9
Anteil vom Tpv-Wert	-13%
Buchwert Eigenkapital	395,3
Eigenkapitalwert	305,4

Aktienzahl (Mio.)	36,06
Wert je Aktie (EUR)	8,47
+Upside / -Downside	33%
Aktienkurs (EUR)	6,38

Modellparameter

Marktrendite	8,0%
Beta	1,00
Eigenkapitalkosten	8,0%
ewiges Wachstum	2,00%

Annahmen: Ergebniswachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Ergebniswachstum	2024-2027	2,3%
Mittelfristiges Ergebniswachstum	2024-2030	3,4%
Langfristiges Ergebniswachstum	ab 2031	0,0%
ROE kurzfristig	2024-2027	1,1%
ROE mittelfristig	2024-2030	4,0%
ROE langfristig	ab 2031	8,3%

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

WACC	ewiges Wachstum				
	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
8,50%	7,56	7,54	7,53	7,52	7,49
8,25%	7,98	7,98	7,98	7,98	7,98
8,00%	8,43	8,46	8,47	8,48	8,52
7,75%	8,92	8,97	9,00	9,03	9,10
7,50%	9,44	9,53	9,57	9,63	9,75

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

	EBIT-Marge ab 2031e				
	7,75%	8,00%	8,25%	8,50%	8,75%
8,50%	7,53	7,83	8,13	8,42	8,72
8,25%	7,67	7,98	8,30	8,61	8,92
8,00%	7,81	8,14	8,47	8,80	9,13
7,75%	7,94	8,30	8,65	9,00	9,35
7,50%	8,08	8,46	8,83	9,20	9,57

Bewertungsergebnis aus Positionen des Umlaufvermögens

G&V (in Mio. EUR) Umweltbank AG	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Zinsergebnis	58,8	41,1	47,5	58,9	71,3	81,2
Ergebnis Risikovorsorge	-9,3	1,4	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Bewertungsergebnis aus Beteiligungen, Anteilen an verb. UN und Sonstiges	19,9	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Bewertungsergebnis aus Positionen des Umlaufvermögens	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Laufende Erträge aus Wertpapieren und Beteiligungen	5,0	7,7	3,0	0,5	0,6	0,7
Provisionsergebnis	7,1	8,5	5,0	9,5	11,5	14,0
Handelsergebnis	2,3	0,6	0,3	1,3	1,6	2,0
Verwaltungsaufwendungen	41,5	57,1	72,0	61,2	63,6	65,6
Konzernergebnis vor Ertragsteuern und Zuf. zum Fonds f. allg. Bankrisiken	39,2	1,1	-19,0	6,1	18,4	29,4
Zuführungen zum Fonds für allgemeine Bankrisiken	11,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzernergebnis vor Ertragssteuern	28,2	1,1	-19,0	6,1	18,4	29,4
Ertragssteuern	8,7	0,4	0,0	1,8	5,5	8,8
Konzernüberschuss	19,5	0,7	-19,0	4,2	12,9	20,6

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. EUR) Umweltbank AG	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
AKTIVA						
Barreserve	332,8	116,3	982,0	1.218,1	1.411,0	1.586,5
Forderungen an Kreditinstitute	2,9	10,5	10,8	11,1	11,3	11,3
Forderungen an Kunden	3.139,0	3.353,6	3.173,6	3.143,6	3.313,6	3.583,6
Schuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere	2.365,3	2.032,9	1.470,2	1.622,0	1.780,8	1.968,0
Aktien und andere nicht festverzinsliche Wertpapiere	21,5	21,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Handelsbestand	10,5	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Beteiligungen	16,9	16,4	7,6	7,6	7,6	7,6
Anteile an verbundenen Unternehmen	18,8	18,7	8,0	0,0	0,0	0,0
Immaterielle Anlagewerte	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Sonstige Aktiva	72,2	116,7	128,2	123,0	119,0	116,1
Bilanzsumme (Aktiva)	5.980,6	5.692,7	5.786,8	6.131,8	6.649,8	7.279,6
PASSIVA						
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	2.247,7	2.279,0	1.904,1	1.886,1	1.988,1	2.150,1
Verbindlichkeiten ggü. Kunden	3.176,4	2.854,3	3.339,0	3.697,2	4.103,3	4.557,7
Sonstige Verbindlichkeiten	5,2	12,3	15,2	15,5	15,8	15,8
Rechnungsabgrenzungsposten	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Rückstellungen	16,1	17,8	18,1	18,4	18,6	18,6
Nachrangige Verbindlichkeiten	87,9	88,8	88,8	88,8	88,8	88,8
Genussrechtskapital	44,1	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8
Fonds für allg. Bankrisiken	146,2	146,2	146,2	146,2	146,2	146,2
Eigenkapital	256,5	249,1	230,2	234,4	243,7	257,1
gezeichnetes Kapital	35,7	36,0	36,1	36,1	36,1	36,1
Kapitalrücklage	105,3	108,7	108,7	108,7	108,7	108,7
Gewinnrücklagen	103,0	103,7	84,7	89,0	98,3	111,6
Bilanzgewinn	12,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Bilanzsumme (Passiva)	5.980,6	5.692,7	5.786,8	6.131,8	6.649,8	7.279,6

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Umweltbank AG	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
AKTIVA						
Barreserve	5,6%	2,0%	17,0%	19,9%	21,2%	21,8%
Forderungen an Kreditinstitute	0,0%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Forderungen an Kunden	52,5%	58,9%	54,8%	51,3%	49,8%	49,2%
Schuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere	39,5%	35,7%	25,4%	26,5%	26,8%	27,0%
Aktien und andere nicht festverzinsliche Wertpapiere	0,4%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Handelsbestand	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Beteiligungen	0,3%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Anteile an verbundenen Unternehmen	0,3%	0,3%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Immaterielle Anlagewerte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Aktiva	1,2%	2,0%	2,2%	2,0%	1,8%	1,6%
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	37,6%	40,0%	32,9%	30,8%	29,9%	29,5%
Verbindlichkeiten ggü. Kunden	53,1%	50,1%	57,7%	60,3%	61,7%	62,6%
Sonstige Verbindlichkeiten	0,1%	0,2%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
Rückstellungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nachrangige Verbindlichkeiten	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Genussrechtskapital	1,5%	1,6%	1,5%	1,4%	1,3%	1,2%
Fonds für allg. Bankrisiken	0,7%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%
Eigenkapital	2,4%	2,6%	2,5%	2,4%	2,2%	2,0%
Bilanzsumme (Passiva)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Offenlegung

Montega hat verschiedene Maßnahmen getroffen, um Interessenskonflikte zu vermeiden. Dazu gehört, dass es sämtlichen Mitarbeitern der Montega AG verboten ist, Aktien aus dem eigenen Coverage-Universum zu handeln, bei denen mit dem Emittenten ein Mandatsverhältnis zur Erstellung von Research besteht. Zudem ist sowohl den Mitarbeitern als auch dem Unternehmen die Annahme von Zuwendungen untersagt, die Personen mit besonderem Interesse am Inhalt der Research-Publikationen gewähren. Zur Wahrung einer größtmöglichen Transparenz hat Montega eine Übersicht im Sinne des § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 erstellt. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

- (1) Montega hat in den vergangenen 12 Monaten mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung von Finanzanalysen getroffen, für die Montega eine Vergütung erhält.
- (2) Montega hat in den vergangenen 12 Monaten mit einer dritten Partei eine Vereinbarung über die Erstellung von Finanzanalysen getroffen, für die Montega eine Vergütung erhält.
- (3) Montega hat in den vergangenen 12 Monaten für dieses Unternehmen und/oder dessen Aktionäre sonstige Beratungsdienstleistungen erbracht.
- (4) Montega und/oder eine mit ihr vertraglich verbundene juristische Person war/waren innerhalb der letzten 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investment-Banking-Geschäften gebunden oder hat/haben aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- (5) Montega und/oder mit ihr verbundene Unternehmen erwarten in den nächsten drei Monaten Vergütungen des Unternehmens für Investment-Banking-Leistungen oder beabsichtigen, sich um solche Vergütungen zu bemühen.
- (6) Montega, der für die Erstellung der Analyse zuständige Analyst oder ein sonstiger Mitarbeiter von Montega hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile von über 5% des Aktienkapitals des analysierten Emittenten.
- (7) Montega, der für die Erstellung der Analyse zuständige Analyst oder ein sonstiger Mitarbeiter von Montega ist zum Zeitpunkt der Veröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufs- oder -kaufposition von mehr als 0,5 % des Aktienkapitals des Emittenten.
- (8) Ein mit Montega AG verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen halten.
- (9) Montega 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 bzw. Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Roadshows, Round Tables, Earnings Calls, Präsentation auf Konferenzen, etc.).
- (10) Montega hat in den letzten 12 Monaten (über einen Dritten) gegenüber einem Organmitglied des analysierten Unternehmens Leistungen in Bezug auf eine Übertragung von Aktien des analysierten Unternehmens erbracht und hierfür eine Vergütung erhalten.

Unternehmen	Offenlegung (Stand: 03.07.2024)
Umweltbank AG	1, 8, 9

Disclaimer

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten. Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnigte Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 03.07.2024):

Die vorliegende Publikation wurde auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Montega AG und dem Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Dieses Dokument wurde weitreichend veröffentlicht sowie allen Interessenten zeitgleich zugänglich gemacht. Der Erhalt gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108
53117 Bonn

Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung der vorliegenden Analyse sind Veröffentlichungen des Emittenten sowie öffentlich zugängliche Informationen in- und ausländischer Medien, die Montega als zuverlässig erachtet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Analyse Gespräche mit Personen des Managements oder dem Bereich Investor Relations des betreffenden Unternehmens geführt.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird. Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile: Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, PeerGroup-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Bedeutung des Anlageurteils:

Kaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Halten: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Verkaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Kontakt Montega AG:

Schauenburgerstraße 10
20095 Hamburg
www.montega.de / Tel: +49 40 4 1111 37 80

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs (EUR)	Kursziel (EUR)	Potenzial
Kaufen (Initialstudie)	03.07.2024	6,38	8,00	+25%