

Bereit für beschleunigtes Kreditwachstum

UmweltBank (UBK) hat im letzten Jahr erfolgreich zusätzliches Ergänzungskapital („Tier-2-Capital“) durch die Ausgabe einer nachrangigen Öko-Anleihe (Green Bond Junior) und die Platzierung einer weiteren Nachranganleihe bei einem institutionellen Anleger aufgenommen. Demzufolge belief sich die Gesamtkapitalquote (Total Capital Ratio, TCR) der Bank Ende 2018 auf 14,0 %, während die regulatorische Anforderung für UBK 2019 bei 12,0 % liegt. Dies bildet eine solide Grundlage für das zukünftige Wachstum des Kreditbestands. Wir prognostizieren nun, dass das Kreditportfolio der Bank in den nächsten fünf Jahren mit einer durchschnittlichen jährlichen Rate von 7,8 % zunehmen wird. Die Einführung neuer Produkte könnte die Entwicklung der UBK weiter beflügeln, wird sich unseres Erachtens aber auch in einem vorübergehend höheren Aufwand-Ertrag-Verhältnis (Cost Income Ratio, CIR, 35,9 % im FJ19e) niederschlagen.

Jahresende	Nettozinsertrag (€ Mio.)	Ertrag je Aktie* (€)	Dividende je Aktie (€)	KBV* (x)	KGV* (x)	Eigenkapitalrendite* (%)	Ertrag (%)
12/17	52,2	0,99	0,32	1,5	11,6	13,7	2,8
12/18	51,2	0,90	0,33	1,4	12,8	11,4	2,9
12/19e	52,6	0,89	0,34	1,3	12,9	10,6	3,0
12/20e	56,4	0,96	0,36	1,2	12,0	10,6	3,1

Hinweis: *Basierend auf dem Nettogewinn vor Rücklagendotierung für allgemeine Bankrisiken und dem materiellen Buchwert einschließlich Rücklagen für allgemeine Bankrisiken

Erträge dürften im FJ19 die Talsohle durchschreiten

UBK meldete im FJ18 einen Rückgang des Vorsteuergewinns um 7,4 % gegenüber dem Vorjahr auf 37,3 Mio. €. Diese Tendenz war im anhaltenden Druck auf die Zinsmarge sowie in höheren operativen Kosten in Verbindung mit der Entwicklung neuer Produkte und einer größeren Mitarbeiterzahl begründet. Daraus ergab sich ein Aufwand-Ertrag-Verhältnis von 32,7 % im Vergleich zu 29,4 % im FJ17. Unserer Einschätzung nach dürfte die Nettozinsmarge der UBK im FJ19e nur leicht abnehmen und sich ab dem FJ20e stabilisieren oder sogar verbessern. Zusammen mit einer gesunden Neukreditvergabe dürfte dies zu einer allmählichen Verbesserung des Gewinns führen.

Solide Kreditaktivitäten trotz des schwächeren Windkraftmarkts

Die Neukreditvergabe der UBK erreichte im FJ18 ein erfreuliches Niveau von 542 Mio. € – 26,3 % mehr als im Vorjahr. Dabei ist anzumerken, dass diese Entwicklung gleichermaßen von Projekten im Bereich erneuerbare Energien und von ökologischen Bautätigkeiten bestimmt war. Die Tendenz setzte sich im Q119 fort, als UBK 123,4 Mio. € an Darlehen gewährte (plus 16,4 % gegenüber dem Vorjahr). Wir sehen dies vor dem Hintergrund der Schwierigkeiten, mit denen der Windkraftmarkt derzeit zu kämpfen hat, besonders positiv. Während wir es für unwahrscheinlich halten, dass diese Probleme auf kurze Sicht behoben werden, gehen wir davon aus, dass sich der Kreditbestand der UBK im FJ19 weiter auf

Banken

10 Juli 2019

Kurs 11,50 €
Marktkapitalisierung 324 Mio. €

Gesamtvermögen zu Ende 2018	3,7
Ausgegebene Aktien	28,2 Mio.
Streubesitz	84,4 %
Code	UBKX
Primäre Börse	München
Sekundäre Börse	Xetra

Aktienkursentwicklung



%	1 Mio.	3 Mio.	12 Mio.
Abs.	16,4	22,6	16,4
Rel. (lokal)	15,9	16,6	23,4
52-Wochen-Hoch/-Tief	11,50 €		7,96 €

Beschreibung des Unternehmens

UmweltBank ist ein spezialisierter Kreditgeber mit einem Gesamtvermögen von 3,7 Mrd. €. Die Bank finanziert Projekte im Bereich erneuerbare Energien (Sonnen-, Wind-, Wasser- und Biomassekraftwerke) und gewährt Kredite für Neubauten oder Renovierungen nachhaltiger Wohn-, Gemeinde- und Gewerbeimmobilien.

Bevorstehende Ereignisse

Hauptversammlung	27. Juni 2019
H119-Bericht	August 2019

Analyst

Milosz Papst +44 (0)20 3077 5700

financials@edisongroup.com

[Profilseite von Edison](#)

UmweltBank ist ein Research-Kunde von Edison Investment Research Limited

nachhaltige Bauprojekte verlagern wird. Dennoch sind wir uns des starken Drucks in Verbindung mit dem kontinuierlichen Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft bewusst, der die Regierung ermutigen sollte, eine Lösung für den verlangsamten Ausbau der Windkapazitäten zu finden.

Bewertung: Neuer Fair Value birgt weiteres Aufwärtspotenzial

Wir haben unsere Bewertung der UBK von 11,3 € auf 13,0 € je Aktie korrigiert. Damit tragen wir vor allem den höheren Prognosen für die Neukreditvergabe Rechnung. Obwohl der Aktienkurs nahe unserer früheren Bewertung liegt, ergibt sich daraus noch immer ein Aufwärtspotenzial von 13 %. Gemessen an unserer Dividendenerwartung von 0,34 €, die sich auf den Ertrag im FJ19e stützt, bietet die UBK-Aktie nun eine Dividendenrendite von 2,9 % (im Vergleich zum Sektorendurchschnitt von 4,5 %).

Investmentüberblick

Beschreibung des Unternehmens: Spezialbank für „grüne“ Trends in Deutschland

UBK ist eine spezialisierte deutsche Bank. Sie gewährt Kredite an Kunden, die Projekte im Bereich erneuerbare Energien umsetzen, darunter Sonnen-, Wind- und Wasserkraftprojekte (ca. 62,5 % des Kreditportfolios zu Ende 2018), sowie nachhaltige Bauprojekte für Privat-, Gemeinde- und Gewerbekunden (die übrigen 37,5 %). Die Bank hat in den Jahren 2013-18 eine solide jährliche Wachstumsrate von 5,9 % bei Kundenkrediten und 6,3 % bei Kundeneinlagen erzielt. Das Angebot der UBK beinhaltet nachhaltige Kapitalmarkt- und Versicherungsprodukte. Darüber hinaus ist die Bank direkt und indirekt an einem Portfolio von Solar-, Wind- und nachhaltigen Immobilienprojekten im Wert von 29,1 Mio. € (Stand: Ende 2018) beteiligt.

Bewertung: Fair Value von 13,0 €/Akte durch solides Wachstum unterstützt

Wir bewerten UBK anhand eines auf dem Kurs-Buchwert-Verhältnis und der Eigenkapitalrendite beruhenden Ansatzes mit einer geschätzten nachhaltigen Rendite auf das materielle Eigenkapital von 12,7 %, einem aus dem CAPM (Capital Asset Pricing Model, Preismodell für Kapitalgüter) abgeleiteten Eigenkapitalkostensatz von 8,9 % und einer nachhaltigen langfristigen Wachstumsrate von 2,0 %. Für die Zwecke unserer Bewertung behandeln wir die gemäß Paragraf 340g des Deutschen Handelsgesetzbuches gebildeten Rücklagen für allgemeine Bankrisiken als Eigenkapital (eine genaue Erläuterung findet sich im Abschnitt Bewertung). Dementsprechend ermitteln wir aktuell einen beizulegenden Zeitwert von 13,0 € je UBK-Aktie, der auf ein Kurssteigerungspotenzial von 13 % gegenüber dem derzeitigen Marktpreis von 11,50 € hindeutet. Wir haben die Bewertung von 11,3 € je Aktie aus unserer Februar Bewertung angehoben, womit wir vor allem unseren gestiegenen Erwartungen für das Wachstum des Kreditbestands Rechnung tragen.

Finanzlage: Nahe der Ertragswende

Wir gehen davon aus, dass die Nettozinsmarge der UBK im FJ19e allmählich die Talsohle erreichen wird (wir rechnen gegenüber dem FJ18 mit einem Minus von 4 Bp), da der Zinssatz für den Großteil ihres Kreditportfolios angepasst wird, um das aktuelle Niedrigzinsumfeld widerzuspiegeln, während sich eine stärkere Zunahme des Kreditbestands (wir sehen für die Jahre 2018-23e eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 7,8 %) in einem höheren Zinsertrag niederschlagen wird. Vor dem Hintergrund gesteigener Investitionen in die Entwicklung und Vermarktung neuer Produkte schätzen wir, dass das Aufwand-Ertrag-Verhältnis der UBK im FJ19e auf 35,9 % zulegen, im FJ20e aber schrittweise auf 34,3 % und im FJ21e auf 33,4 % zurückgehen wird. Demzufolge rechnen wir im FJ19e mit einem Vorsteuergewinn von 37,1 Mio. € (in etwa konstant gegenüber dem FJ18 und im Einklang mit der Vorgabe der Geschäftsleitung von 37 Mio. €), gefolgt von einem Anstieg von 9 % im FJ20e auf 40,3 Mio. €. Die Änderungen unserer Prognosen sind in Grafik 1 zusammengefasst.

Grafik 1: Überblick über Prognoseänderungen

	ERTRAG JE AKTIE* (€)			Vorsteuergewinn (Mio. €)			Nettozins- & Nettofinanzertrag** (€ Mio.)		
	Alt	Neu	Veränderung in %	Alt	Neu	Veränderung in %	Alt	Neu	Veränderung in %
2019e	0,85	0,89	5,2 %	35.465	37.084	4,6 %	52.905	53.888	1,9 %
2020e	0,88	0,96	9,0 %	37.386	40.264	7,7 %	54.719	57.092	4,3 %
2021e	0,96	1,02	6,8 %	41.494	43.585	5,0 %	58.588	61.204	4,5 %

Quelle: Edison Investment Research. Hinweis: *Basierend auf dem Nettogewinn vor Rücklagendotierung für allgemeine Bankrisiken und dem materiellen Buchwert einschließlich Rücklagen für allgemeine Bankrisiken. **Einschließlich Rückstellungen für Kreditverluste, Nettofinanzertrag (ohne Handelsergebnis) und die Auswirkungen von Nettobewertungsänderungen.

Sensitivitäten: Zinsen, Regulierung und neue Produkte

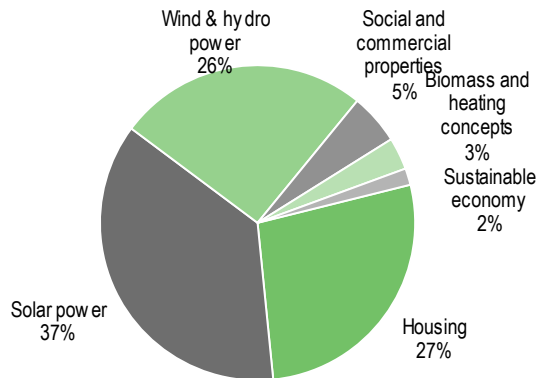
Unsere Prognosen für UBK beruhen auf einer Reihe von Annahmen, darunter die vorhergesehene Entwicklung der Zinserhöhungen durch die Europäische Zentralbank (EZB), da etwa 90 % des Ertrags der UBK vor Verwaltungsaufwand und Steuern vom Nettozins ertrag stammen. Laut unseren Schätzungen würde jede Änderung der Nettozinsmarge der UBK um 10 Bp im FJ18 zu einer Änderung der Eigenkapitalrendite der Bank um 97 Bp führen (siehe Grafik 10). Darüber hinaus ist die Neukreditvergabe der UBK vor allem durch die Verordnungen für erneuerbare Energieprojekte und nachhaltiges Bauen bestimmt. Schließlich behandeln wir einige der neuen Produkte, die UBK auf den Markt bringen möchte, als mögliche Impulsgeber mit zusätzlichem Wertsteigerungspotenzial.

Beschreibung des Unternehmens: Börsennotierte „grüne“ Bank in Deutschland

UBK ist die einzige deutsche börsennotierte Bank, die sich auf die Finanzierung „grüner“ Projekte spezialisiert hat. Dazu zählen erneuerbare Energiequellen (besonders Sonne und Wind) sowie nachhaltiges Bauen. Demzufolge setzt die Bank auf den kontinuierlichen Übergang zu einer kohlenstoffarmen, ressourceneffizienten Wirtschaft in Deutschland. Neben der Kreditvergabe ist die Bank auch im Wertpapiergeschäft aktiv. Angeboten werden grüne Aktien, Umweltfonds und grüne Projektanleihen. Ein gutes Beispiel für letzteren Bereich ist die Emission der 7,9 Mio. € schweren NATURSTROM-Anleihe, deren Abschluss im Mai 2019 bestätigt wurde. Zudem vertreibt die Bank grüne Versicherungsprodukte. UBK wurde 1997 gegründet und hat seither beinahe 23.000 Projekte finanziert. Aktuell bedient die Bank über 113.000 Kunden (nahezu ausschließlich in Deutschland). Zu Ende 2018 belief sich ihre Bilanzsumme auf rund 3,7 Mrd. €. UBK befindet sich zu 84,4 % im Streubesitz. Der verbleibende Anteil von 15,6 % gehört der GLS Gemeinschaftsbank eG (einem Wettbewerber der UBK), die diesen im letzten Jahr von der UmweltVermögen Beteiligungs AG (einem Investmentvehikel des UBK-Gründers Horst P. Popp und seiner Familie) erworben hat.

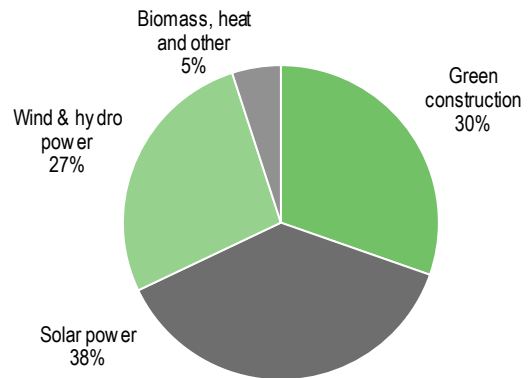
Ende 2018 belief sich das Kreditportfolio der UBK (einschließlich ausstehende Zusagen) auf 2,4 Mrd. €, aufgeteilt in Sonnenenergie (37 %), Bauwesen (27 %), Wind- und Wasserenergie (26 %) sowie sonstige Projekte (10 %, siehe Grafik 2). Im Vergleich zu 2017 ist der Anteil ökologischer Bauprojekte (derzeit Wohnungsbau und Sozial- und Gewerbeimmobilien) zulasten von Wind- und Wasserkraft sowie Solarenergie leicht gestiegen. Das deckt sich mit den allgemeinen Markttrends, die wir im weiteren Verlauf des Berichts erörtern werden, einschließlich Engpässe beim Ausbau von Windprojekten, die starke Ausweitung der Solarkapazitäten und die große Wohnungsnachfrage in Deutschland. Unserer Schätzung nach ist das Kreditportfolio der UBK in den Jahren 2013-18 mit einer robusten jährlichen Wachstumsrate von durchschnittlich 5,9 % gestiegen.

Grafik 2: Kreditbestand der UBK zu Ende 2018



Quelle: UmweltBank. Hinweis: Ohne ausstehende Zusagen.

Grafik 3: Kreditbestand der UBK zu Ende 2017



Quelle: UmweltBank. Hinweis: Ohne ausstehende Zusagen.

Zusätzlich zum Kreditgeschäft erwirbt UBK indirekte (durch die im Vollbesitz befindliche Tochtergesellschaft UmweltProjekt AG) und direkte Kapitalbeteiligungen an ausgewählten Projekten in den Bereichen erneuerbare Energien und grünes Bauen. Zu Ende des Jahres 2018 war UBK an verschiedenen Projekten beteiligt, darunter Windparkkapazitäten von 48,5 MW, Sonnenkraftkapazitäten von 7,1 MWp, Wohnimmobilien von 32.664 m² und Gewerbeflächen von 6.324 m². Im Einklang mit früheren Intentionen hat UBK das Beteiligungsportfolio von 22,4 Mio. € zu Ende 2016 auf 29,1 Mio. € vergrößert – eine Entwicklung, die überwiegend durch Immobilieninvestitionen und Solarprojekte bestimmt war. In Zukunft plant UBK den Erwerb von Anteilen an neuen Solar- und Wohnbauprojekten.

Update zur „3P“-Strategie

Wie wir in unserem [einleitenden Bericht](#) ausführlich erörtert haben, hat UBK mehrere strategische Initiativen ins Leben gerufen, um sich mit wichtigen Verbesserungsbereichen zu befassen. Dazu gehören die Steigerung der Nettozinsmarge, die Digitalisierung, die Stärkung bestehender Kundenbeziehungen und die Gewinnung neuer Kunden.

Zuerst konzentrierte sich UBK auf die Erweiterung des Produktsortiments. Anfangs war die Einführung nachhaltiger Verbraucherkredite bis Ende des Jahres 2018 vorgesehen. Dieses Produkt würde zur Finanzierung umweltfreundlicher Ausgaben von Privatkunden eingesetzt, insbesondere für Hausrenovierungen, die die Energieeffizienz verbessern sollen, zum Beispiel Heizungssysteme, Photovoltaik-Dachpaneele, Isolierung usw. (und möglicherweise auch den Erwerb eines Elektroautos). Die Produkteinführung wurde nun auf Ende 2019 verschoben. Laut unserem Verständnis war einer der Gründe dafür die Notwendigkeit, den ursprünglich ausgewählten IT-Dienstleister zu wechseln, da die Produkteinführung mit der Implementierung einer neuen digitalen Anwendung für die Kreditbearbeitung einhergehen soll. Nach der Einführung gehen wir davon aus, dass die nachhaltigen Verbraucherkredite die Nettozinsmarge der UBK zusätzlich entlasten werden, obwohl diese Entlastung anfangs vergleichsweise gering sein wird (aktuell schätzen wir für das FJ20e eine potenzielle positive Auswirkung von ca. 1 Bp und für das FJ21e von 2 Bp).

Darüber hinaus plant UBK vor Ende des Jahres 2019 eine Anleiheemission durch die UmweltProjekt AG (ihre Tochter, die wie oben erwähnt direkte und indirekte Beteiligungen hält), um eine externe Finanzierung bereitzustellen und die Eigenkapitalrendite zu verbessern. Die Geschäftsleitung stellte außerdem heraus, dass das Team der Bank laufend an der Entwicklung eines modernen Girokontos arbeite, auf das über ein Online-Banking-Portal zugegriffen wird. UBK geht weiter von einem Launch vor Ende des Jahres 2020 aus. Unterdessen hat die Bank erfolgreich ein Online-Verfahren für das Kunden-Onboarding eingerichtet. Auch konnte sie ihr Angebot nachhaltiger Investmentfonds zum Ende des Jahres 2018 leicht ausweiten. Interessanterweise hat UBK den Zeitplan für die ökologische Crowdfunding-Plattform (von Ende

2020 auf 2019) sowie die Einführung weiterer nachhaltiger Aktienfonds (von 2021 auf 2019) vorgezogen. Letztere beinhaltet die Auflegung eines eigenen, internen Mischfonds der UBK in diesem Jahr. Wir haben die potenziellen positiven Auswirkungen dieser neuen Initiativen aus konservativen Gründen noch nicht berücksichtigt, merken aber die zusätzlichen Kosten in Verbindung mit der Entwicklung und Vermarktung der neuen Produkte vor (siehe weitere Einzelheiten im Abschnitt Finanzlage).

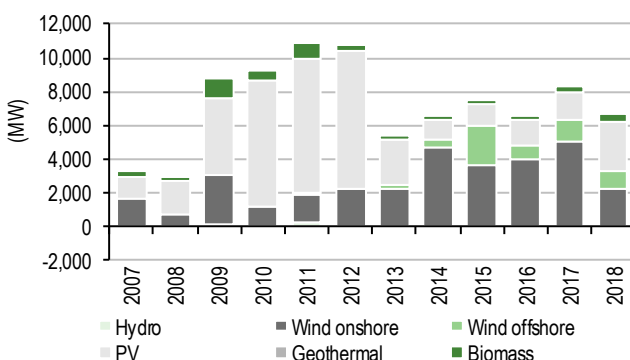
Gestützt auf solides Kundeninteresse tragen wir der möglichen Zunahme der Aktivitäten der UBK auf dem Gebiet festverzinslicher Unternehmenswertpapiere Rechnung. Unser Nettoeinkommen aus Gebühren und Provisionen spiegelt einige kleine bis mittlere Transaktionen wider, die pro Jahr durchgeführt werden (wobei die NATURSTROM-Anleiheemission die erste kleine, aber vielversprechende Entwicklung in dieser Hinsicht darstellt). Wir rechnen im FJ19 durch die nachhaltige Anleiheemission mit einer Steigerung des Einkommens aus Gebühren und Provisionen um ca. 1,0 Mio. €.

Eine der Säulen der Strategie der UBK ist die kontinuierliche Teamerweiterung, insbesondere durch Kreditexperten, IT-Fachkräfte und Wertpapierspezialisten. Die Mitarbeiterzahl der Bank stieg von 153 zu Ende des Jahres 2017 bis Ende 2018 auf 172 Personen – das entsprechende Vollzeitäquivalent betrug jeweils 118,5 bzw. 135,9.

Marktaussichten: Solarenergie übertrifft Windkraft

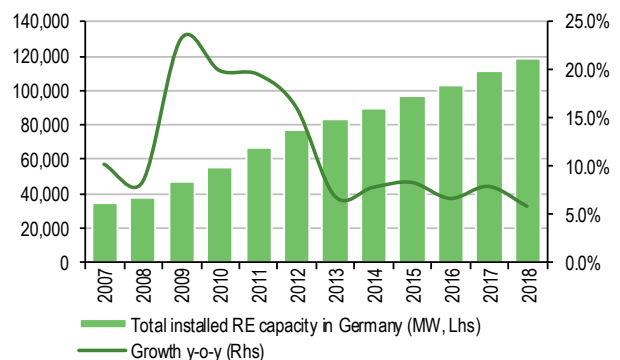
Deutschland arbeitet weiter am Übergang zu einer kohlenstoffarmen, nachhaltigen Energieerzeugung (die sogenannte „Energiewende“), wobei 2018 erneuerbare Energiekapazitäten von 6,6 GW eingerichtet wurden (im Vergleich zu 8,3 GW im Jahr 2017, siehe Grafik 4). Der Rückgang neuer Kapazitäten ist überwiegend Windprojekten zuzuschreiben, während neue Solarkapazitäten 2018 ein gesundes Niveau erreichten (wie nachstehend erörtert). Demzufolge stiegen die gesamten installierten Kapazitäten von 111,7 GW im Jahr 2017 auf 118,3 GW (siehe Grafik 5) und schlugen sich im Jahr 2018 in einem Anteil erneuerbarer Energien an der gesamten Stromerzeugung von 40 % nieder. Im Vergleich dazu liegt das Ziel Deutschlands für 2030 bei 65 % und für 2050 bei 80 %.

Grafik 4: Nettokapazitätswachstum erneuerbarer Energien in Deutschland nach Art



Quelle: Umweltbundesamt, AGEE-Stat

Grafik 5: Kapazitäten erneuerbarer Energien in Deutschland



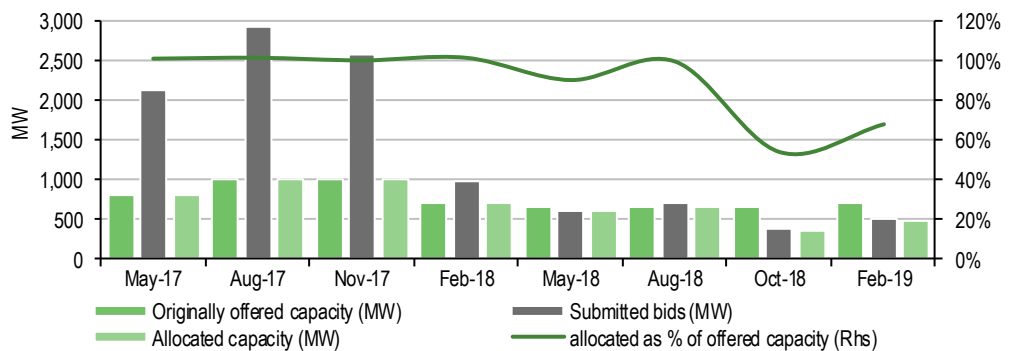
Quelle: Umweltbundesamt, AGEE-Stat

Windenergie: Leidet unter verzögerten Genehmigungen und lokalem Widerstand

In Deutschland kühlte sich die Erweiterung der Windkapazitäten deutlich ab – 2018 betrug die Fertigstellung neuer Onshore-Projekte nur 2,4 GW im Vergleich zu 5,3 GW im Jahr 2017. Das ist nur zum Teil das Resultat des Erweiterungskorridors für Onshore-Windenergie, der im Zuge des

Erneuerbare-Energien-Gesetzes (EEG) von 2017 eingerichtet wurde, da die Obergrenze von 2,8 GW es zulassen würde, weitere Kapazitäten hinzuzufügen. Die Verlangsamung der Kapazitätsausweitungen setzte sich 2019 bisher fort, da die neuen Onshore-Windkapazitäten im Q119 nur 134 MW betragen – das niedrigste Niveau seit 2000. Während der jüngsten Auktionen, die im Oktober 2018 und Februar 2019 stattfanden, wurden jeweils nur 54 % bzw. 68 % der angebotenen Kapazitäten von 670 MW und 700 MW versteigert (siehe Grafik 6). Der geringere Wettbewerb um die bei den letzten drei Auktionen (August 2018, Oktober 2018 und Februar 2019) angebotenen Kapazitäten hat zu einem Anstieg des durchschnittlich zugewiesenen Preises auf rund 6,11-6,26 c/kWh geführt, nachdem er bei früheren Versteigerungen bei etwa 3,82-5,73 c/kWh lag.

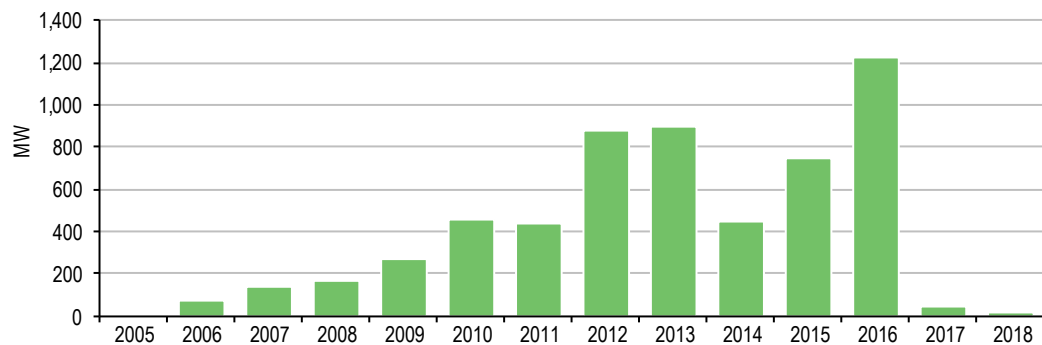
Grafik 6: Ergebnisse der letzten Versteigerungen von Windkraftkapazitäten in Deutschland



Quelle: Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas, Telekommunikation, Post und Eisenbahnen, Edison Investment Research

Der verlangsamte Ausbau der Windenergie ist in Engpässen in Verbindung mit erweiterten regulatorischen Anforderungen und langwierigen Projektgenehmigungsfristen begründet (die inzwischen mehr als zwei Jahre in Anspruch nehmen können). Örtliche Behörden bestimmen nur zögerlich neues Land für Windparks, woraus sich ein Defizit an genehmigten Regionalplänen ergibt. Laut Schätzungen des Bundesverbands WindEnergie (BWE) könnten durch eine Lockerung der Lizenzierungsanforderungen 10 GW an Windkraftkapazitäten rasch erschlossen werden.

Die zweite Hürde für den Ausbau der Windenergie in Deutschland ist mit der Tatsache verknüpft, dass Projekte, denen bereits eine Emissionsgenehmigung erteilt wurde, häufig von der örtlichen Bevölkerung vor Gericht angefochten werden, die gegen den Bau neuer Windparks vor ihrer Haustür sind. Laut CleanTechnica gerieten über 750 MW an Windparkprojekten aufgrund von Gerichtsverfahren ins Stocken (Stand: Februar 2019). Innerhalb der parlamentarischen Arbeitsgruppe Akzeptanz/Energiewende der Großen Koalition wird laufend erörtert, ob die Akzeptanz der Einwohner durch die Einführung von Mindestabständen zu Wohngebieten gesteigert werden kann, die für Windkraftanlagen gelten würden. Dies würde allerdings die potenzielle Erweiterung der Windkapazitäten erheblich einschränken, wobei das Umweltbundesamt schätzt, dass ein Mindestabstand von einem Kilometer das für Windparks verfügbare Land um 20-50 % verringern und die potenziellen Kapazitäten von 80 GW auf 40-60 GW senken würde, sodass die Klimaziele der Regierung gefährdet wären. Wir stimmen zu, dass dies angesichts der Auswirkungen einer ähnlichen Vorschrift, die 2016 in Polen eingeführt wurde und einen Mindestabstand des 10-Fachen der Höhe der Windturbine (die sogenannte „10H-Regelung“) auferlegt, eine signifikante Hürde darstellen würde. Zu Illustrationszwecken zeigen wir in Grafik 7 die Nettokapazitätserweiterungen im polnischen Windenergiesektor. Interessanterweise wurde die 10H-Regelung im Februar 2014 auch in Bayern eingeführt, sodass das für den Bau von Windparks verfügbare Land nahezu auf null reduziert wurde.

Grafik 7: Nettokapazitätserweiterungen von Windenergie in Polen


Quelle: Polnische Energieregulierungsbehörde

Ein weiterer Faktor, der den Windmarkt negativ beeinflusst, ist der Verzicht auf die Vorzugskonditionen (d. h. die fehlende Verpflichtung, gemäß Bundes-Immissionsschutzgesetz eine Genehmigung einzuholen), die bis vor Kurzem Bürgerenergiegesellschaften zugutekamen, nun aber bis zur Ausschreibung im Juni 2020 ausgesetzt wurden. Diese Projekte stellten die überwiegende Mehrzahl der akzeptierten Gebote während der Auktionen im Jahr 2017 dar (95-99 % der gesamten zugewiesenen Kapazitäten) und ebenfalls ca. 16 % der Kapazitätsallokationen bei den nachfolgenden Auktionen.

Der schleppende Ausbau neuer Windenergiekapazitäten und schärferer Wettbewerb weltweit (darunter vor allem die Zunahme chinesischer Akteure) schlagen sich in Preisdruck für Windkraftanlagenhersteller nieder. Daher hat einer der Hauptakteure (Senvion) vor Kurzem Konkurs angemeldet, obwohl wir einräumen, dass es möglicherweise auch einige unternehmensspezifische Probleme gab (z. B. hohe Verschuldung). Der Marktanteil des Unternehmens in Europa betrug 2017 laut FTI Intelligence ca. 11 %. Das bedeutet, dass sich die Windkraftprojekte in Deutschland, die Senvion hätte liefern sollen, verzögern könnten, bis ein alternativer Anbieter von Windturbinen gefunden wird.

Andererseits erkennen wir die Bemühungen der Regierung an, das weitere Kapazitätswachstum bei erneuerbaren Energien anzuregen (im Einklang mit ihrem Ziel für 2030, den Anteil an der gesamten Stromerzeugung auf 65 % zu steigern). Diese zeigen sich an der jüngsten Vereinbarung der Großen Koalition (die zur Verabschiedung des Energiesammelgesetzes führte), die für die nächsten drei Jahre Ziele für zusätzliche Wind- und Solarkapazitäten von jeweils 4 GW setzt (neben den neuen Kapazitäten laut EEG, siehe Grafik 8). Diese werden über Sonderausschreibungen in den Jahren 2019-21 zugewiesen. 1 GW wird 2019 angeboten, 1,4 GW im Jahr 2020 und 1,6 GW im Jahr 2021.

Außerdem sieht die Vereinbarung die Einführung von technologieübergreifenden „Innovationsauktionen“ vor, bei denen sowohl Solar- als auch Windkraftbetreiber Gebote abgeben können. 2019 werden 250 MW an Kapazität angeboten, 2020 sind es 400 MW und 2021 dann 500 MW. Es ist darauf hinzuweisen, dass Betreiber für die im Rahmen dieser Auktionen zugewiesenen Kapazitäten bei einem Energieüberangebot auf dem Markt keine Entschädigung erhalten. Demnach müssen Anbieter bei der Stromerzeugung auch die Netzwerkkapazitäten berücksichtigen. Dies soll als Testumgebung für Lösungen fungieren, die den Wettbewerb im Sektor anregen würden.

Grafik 8: Jährlicher Ausbauplan erneuerbarer Energien (MW)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EEG 2017									
Photovoltaik, davon:	2.500	2.500	2.500	2.500	2.500	2.500	2.500	2.500	2.500
über Ausschreibungssystem zugeteilt	600	600	600	600	600	600	600	600	600
Onshore-Windenergie	2.800	2.800	2.800	2.900	2.900	2.900	2.900	2.900	2.900
Biomasse	150	150	150	200	200	200	k. A.	k. A.	k. A.
Vereinbarung der Großen Koalition (2018)									
Photovoltaik			1.000	1.400	1.600				
Onshore-Windenergie			1.000	1.400	1.600				
„Innovationsauktionen“			250	400	500				
Quelle: EEG 2017, Bloomberg									

Obwohl diese Auktionen unserer Erwartung nach den Ausbau der Solarkapazitäten in Deutschland unterstützen dürften, sind wir skeptisch, ob sie positive Impulse für den Windenergiesektor setzen werden. Die Teilnehmerzahlen bei den durchgeführten Versteigerungen sind bereits gering und kombinierte Ausschreibungen (für sowohl Wind- als auch Sonnenkraftprojekte, bei denen im Rahmen von drei Auktionen seit April 2018 bisher 622 MW zugewiesen wurden) sind weiterhin völlig von Solarprojekten bestimmt. Nach unserem Dafürhalten liegt die langsame Entwicklung von Windkraftprojekten an den oben dargestellten Faktoren und nicht an einer unzureichenden Anzahl von Auktionen oder zu wenig ausgeschriebenen Kapazitäten. Dennoch üben die ehrgeizigen Ziele Deutschlands für die Stromerzeugung mit erneuerbaren Energien starken Druck auf Regierungsvertreter aus, die aktuellen Probleme zu beheben und das Potenzial des Windenergiesektors auszuschöpfen.

Zudem sei darauf hingewiesen, dass die Erzielung bedeutender Fortschritte bei der deutschen Agenda für erneuerbare Energien von Investitionen in den Ausbau des Stromnetzes abhängt. Konkret scheint Bedarf an „Stromautobahnen“ zu herrschen, die der Übertragung von Windenergie aus dem Norden nach Süddeutschland dienen würden. In diesem Zusammenhang wird die Einführung eines „Süd-Bonus“ in Erwägung gezogen, der eine regional gleichmäßigere Verteilung neuer Kapazitäten bei erneuerbaren Energien fördern soll.

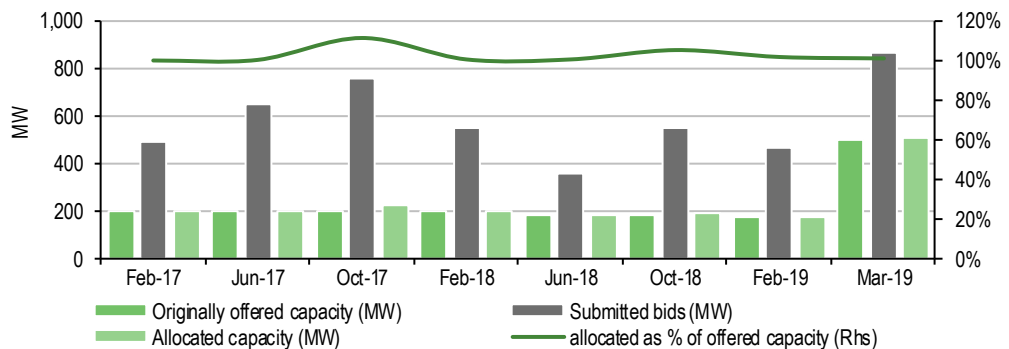
Sonnenenergie: Neue Kapazitäten über den EEG-Zielen

Während das Windkraftgeschäft in letzter Zeit zu kämpfen hatte, erreichten neue Solarkapazitäten 2018 ein solides Niveau von 2,94 GW – ein Plus von 77 % gegenüber dem Vorjahr im Vergleich zu den 1,66 GW, die 2017 eingerichtet wurden. Diese Entwicklung übertraf die Zielsetzung der Regierung für die Ausweitung der Solarkapazitäten um 2,5 GW pro Jahr. 2019 zeigt sich der Solarmarkt für größere Systeme mit mehr als 750 kW weiterhin sehr robust – so war die reguläre Auktion im Februar stark überzeichnet (465 MW an abgegebenen Geboten gegenüber zugewiesenen Kapazitäten von 178 MW, siehe Grafik 9). Außerdem organisierte die Bundesnetzagentur eine zusätzliche Auktion über 500 MW im März, die ebenfalls überzeichnet war. Wie bereits dargestellt, nahmen Solarprojekte des Weiteren alle Kapazitäten bei den drei gemeinsamen Auktionen im April 2018, November 2018 und April 2019 für sich ein (insgesamt wurden hierbei 622 MW an Kapazitäten zugewiesen; die abgegebenen Gebote beliefen sich indes auf 1.433 MW). Ungeachtet dessen sind die Durchschnittspreise bei den regulären Solarversteigerungen seit Anfang 2018 von 4,33 c/kWh im Februar 2018 kontinuierlich auf 4,80 c/kWh im Februar 2019 gestiegen, während sie bei der zusätzlichen Ausschreibung im März mit 6,59 c/kWh deutlich höher lagen. Die Marktaussichten sind nach der jüngsten Einführung zusätzlicher Kapazitätsauktionen (wie oben ausgeführt) weiterhin positiv. Dennoch sind wir uns der Tatsache bewusst, dass ein Mangel an verfügbaren Landflächen irgendwann Grenzen setzen könnte.

Zusätzliche Unterstützung könnte von der Entwicklung von Projekten außerhalb des EEG im Rahmen von Stromabnahmeverträgen (Power Purchase Agreements, PPA) kommen. Hierbei

handelt es sich um langfristige Kaufvereinbarungen, die zur Refinanzierung des Baus und Betriebs einer Solaranlage verwendet werden können. Es ist eine interessante Finanzierungsoption für Projekte, deren auf 20 Jahre angelegte EEG-Förderung bald ausläuft, kann aber auch neuen Solarprojekten zugutekommen. UBK hat vor Kurzem ein maßgeschneidertes Produkt für neue PPA-gestützte Projekte mit einer Laufzeit von bis zu 25 Jahren entwickelt (unabhängig vom Zeitrahmen des Stromabnahmevertrags). Um das Produkt der UBK in Anspruch nehmen zu dürfen, müssen die finanzierten Projekte von einem wenigstens auf fünf Jahre festgesetzten Strompreis profitieren.

Grafik 9: Ergebnisse der letzten Versteigerungen von Solarkraftkapazitäten in Deutschland



Quelle: Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas, Telekommunikation, Post und Eisenbahnen, Edison Investment Research

Andererseits wird der Markt für kleinere Photovoltaik-Dachsysteme mit einer Kapazität von 40 kW bis 750 kW wahrscheinlich durch die jüngste Senkung des Einspeisetarifs beeinträchtigt werden (diese Systeme fallen nicht unter Kapazitätsauktionen und profitieren noch von einer festgesetzten Vergütung je kWh). Die Aufsichtsbehörden begründeten diesen Schritt mit den abnehmenden Kosten für den Kauf dieser Systeme. Der Tarif wurde von 9,87 c/kWh zum 1. Februar 2019 auf 9,39 c/kWh zum 1. März und auf 8,90 c/kWh ab 1. April gesenkt.

Deutscher Wohnungsmarkt: Weiterhin strukturelles Defizit

Auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt treibt die starke Nachfrage in Verbindung mit einer Angebotsverknappung weiterhin die Preise in die Höhe (2018: plus 7,4 % in 126 deutschen Städten, Quelle: Deutsche Bank). Außerdem kletterten die Durchschnittsmieten für Neubauten 2018 um 5 % und für bestehende Wohnungen um 3,5 % nach oben (Quelle: Deutsche Bank). Die demografische Expansion durch Zuwanderung und der robuste Arbeitsmarkt haben die Lücke zwischen Wohnungsnachfrage und -angebot vergrößert, obwohl die Anzahl der Fertigstellungen jedes Jahr zunimmt (von 188.000 im Jahr 2013 auf 245.000 im Jahr 2018). Außerdem wächst die Kluft zwischen der Anzahl genehmigter Wohnbauprojekte und der Anzahl fertiggestellter Wohnungen weiter. Laut DZ Bank sind die Kernpunkte unter anderem ein Mangel an ausgewiesenem Bauland, das umständliche Plangenehmigungsverfahren, spekulative Investitionen in Baugrundstücke und begrenzte Kapazitätsreserven im Bausektor. Demzufolge erhöhten sich die Genehmigungen von Wohnbauten in Deutschland im Jahr 2018 nur um 2,0 %. Es gibt keine Hinweise darauf, dass sich diese Situation bald bessern wird, da Bauland immer knapper wird und die Kapazitäten im Bausektor größtenteils ausgeschöpft sind. Demnach steigt die soziale Unzufriedenheit und es kommt häufiger zu heftigeren Protesten gegen die Wohnpolitik.

Das unterstützt den Bereich für kostengünstiges Wohnen in Deutschland, der für UBK ein wichtiges Augenmerk ist. Außerdem unterstreichen die oben dargestellten Trends aus unserer Sicht das langfristige Potenzial des Kreditvergabegeschäfts der UBK für grünes Bauen – selbst wenn das Tempo der Baumaßnahmen in Deutschland in nächster Zeit weiterhin etwas eingeschränkt ist. Weitere Impulse gehen von Vorschriften aus, die auf energieeffizienteres, nachhaltiges Wohnen

abzielen, darunter die Energieeinsparverordnung, die 2016 in Kraft trat und verlangt, dass Neubauten den Verbrauch von Primärenergie gegenüber bestimmten in der Vorschrift festgelegten Referenzwerten um 25 % senken und die Gebäudeisolierung um 20 % verbessern. Wir räumen ein, dass Deutschland bei der Einleitung von Maßnahmen zur Förderung von energieeffizienten Gebäuden in Europa an der Spitze steht. Dabei spielt vor allem die deutsche Entwicklungsbank Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) – eine wichtige Finanzierungsquelle für UBK – eine Rolle.

Geschäftsleitung

Der Vorstand der UBK besteht aus einem Sprecher und zwei Vorstandsmitgliedern (die alle unabhängig sind):

Jürgen Koppmann (Sprecher) trat UBK im Juli 1996 in der Gründungsphase als Kreditspezialist bei. Später wurde er zum Leiter der Projektfinanzierungsabteilung ernannt und konzentrierte sich in dieser Rolle auf erneuerbare Energien, Wärme-Contracting und ökologische Landwirtschaft. Von Januar 2002 bis Ende 2014 war er als Vorstandsmitglied für Kreditabteilungen zuständig. Jürgen Koppmann verließ UBK im Zeitraum 2015 und 2016, um ein Büro für die Entwicklung von gemeinschaftlichen Wohnprojekten zu gründen und zu leiten. Er kam im Februar 2017 zur Bank zurück und übernahm die Leitung der Marketing- und Kommunikationsabteilung. Im Dezember 2017 wurde er erneut in den Vorstand berufen und übernahm die Verantwortung für die Bereiche Sparen und Anlegen, Wertpapiere und Vorsorge sowie Investor Relations und Public Relations. Zudem ist er für den Marktbereich des Kreditgeschäfts verantwortlich.

Stefan Weber ist seit Gründung der UBK im Jahr 1997 für die Bank tätig und arbeitete anfänglich an der Einführung eines elektronischen Datenverarbeitungssystems. Im Juli 1997 wurde er zum Leiter für die Bereiche Betrieb, Finanzen und IT ernannt. Stefan Weber wurde im Januar 2015 in den Vorstand berufen und trägt die Verantwortung für Baufinanzierung, Beteiligungen, Finanzen und IT. Im Mai 2015 übernahm er zudem die Risikokontroll- und Kreditrisikofunktionen.

Goran Bašić begann seine Karriere bei UBK 1999 in der Projektfinanzierungsabteilung, für die er ab 2008 als stellvertretender Leiter und ab 2011 als Abteilungsleiter fungierte. Im Juli 2014 wurde er in den Vorstand berufen und war zunächst für das Backoffice der Bau- und Projektfinanzierungsabteilungen zuständig. Jetzt obliegen ihm die Bereiche Verwaltung, Personal und Projektfinanzierung. Vor seiner Tätigkeit für UBK verbrachte Goran Bašić zwei Jahre in Sarajewo, wo er für ein Consultingunternehmen mit Hauptgeschäftssitz in Frankfurt tätig war. Unter anderem baute er eine auf Darlehen an kleine und mittelständische Unternehmen spezialisierte Bank auf.

Sensitivitäten

Wir haben eine Reihe von Sensitivitäten identifiziert, die die Geschäftstätigkeit der UBK beeinflussen. Diese umfassen:

- **Vorschriften für grüne Investments:** Das Neukreditvolumen der UBK ist vom Status erneuerbarer Energiequellen und vom Markt für nachhaltige Bauprojekte abhängig, insbesondere den Vorschriften und Förderprogrammen, die für diese Sektoren gelten. Die Vorschriften, die die Märkte für Sonnen- und Windenergie regeln, werden allmählich geändert, um den Wettbewerb und die Kosteneffektivität zu fördern. Dazu zählen die Einführung eines Auktionssystems auf der Grundlage von Einspeiseprämien (Feed-In-Tariff, FiT) für Sonnen- und Windkraftprojekte mit einer Kapazität von mehr als 750 kW sowie die jüngste Senkung der Einspeisetarife für Dachsysteme mit einer Kapazität von 40 kW bis 750 kW. Gleichzeitig ist der Windmarkt Engpässen durch Genehmigungen von örtlichen Behörden sowie Widerstand durch

die ansässige Bevölkerung ausgesetzt. Wir führen an, dass UBK einen rechtlichen Due-Diligence-Prozess eingerichtet hat, um sich mit Bedenken über rechtliche Fragen zu befassen. Dieser berücksichtigt auch die Bedingungen des unmittelbaren Umfelds, um das Risiko einzuschränken, dass ein finanziertes Projekt beträchtlichem Widerstand durch die lokale Bevölkerung ausgesetzt ist. Dennoch könnten neue Vorschriften für Mindestabstände für Windturbinen von Wohngebieten verabschiedet werden, wodurch neu installierte Kapazitäten begrenzt werden könnten. Auch besteht das Risiko, dass Begrenzungen für ausgeschriebene Kapazitäten zu aggressiveren Geboten von Projektträgern und infolgedessen zu Druck auf die Prämien führen könnten. Das würde den potenziellen Cashflow der Projekte verringern. Angesichts des hohen Fremdkapitalanteils bei gewerblichen Projekten (oft etwa 75 % des gesamten Investitionswerts) könnten daher die Verzugsquoten in der Branche steigen, womit sich auch die NPL-Quote (Non-Performing Loans bzw. notleidende Kredite) der UBK erhöhen würde. Dennoch lassen die vor Kurzem angehobenen Kapazitätsziele sowie die geringen Zuweisungen bei den aktuellen Windkraftversteigerungen darauf schließen, dass dieses Risiko in nächster Zeit nicht eintreten dürfte. Aus Sicht der UBK sollte zudem festgehalten werden, dass eine Kreditzusage nach Zuteilung der Prämie an den Entwickler im Rahmen der Ausschreibung erteilt wird. Damit sind eine bessere Sichtbarkeit des Cashflows und ein geringeres Kreditrisiko gegeben. Nichtsdestoweniger werden Banken aufgrund des neuen Systems vor der Entscheidung über eine Kreditvergabe komplexere Projektbewertungen vornehmen, was den Wettbewerbsvorteil der UBK angesichts ihrer Spezialisierung auf die Finanzierung von Erneuerbare-Energie-Projekten sogar stärken könnte. Insbesondere im Windenergiesegment besteht die Möglichkeit, dass eine Kombination aus Höchstgrenzen für Neuanlagen (unterhalb der Nettoerhöhungen der letzten Jahre) und schwierigeren Projektbewertungen einige der anderen Banken von der Windprojektfinanzierung abhält, weil derartige Projekte (für große Banken) zu klein oder unter Bewertungsgesichtspunkten (für kleinere Marktteilnehmer) zu anspruchsvoll sind.

- **Änderungen der Marktzinssätze:** Wie bei jeder Bank sind die Gewinne der UBK unter anderem von den Marktzinssätzen in der Eurozone abhängig, die seit Langem auf Rekordtiefständen verharren. Infolgedessen ging die Nettozinsmarge der UBK nach 2015 zurück. Wie wir später in diesem Kommentar ausführen, sollte die Marge unseres Erachtens jedoch bald die Talsohle durchschreiten. Falls die EZB allerdings ihre aktuelle Politik fortsetzt, könnte das die Rentabilität der UBK weiter beeinträchtigen. Eine Normalisierung der Zinssätze käme den Ergebnissen der Bank hingegen zugute. In Erwartung bevorstehender Zinserhöhungen hat UBK bereits die durchschnittliche Festzinsperiode für ihre Vermögenswerte herabgesetzt, um die Vorteile durch eine potenzielle Erholung der Marktsätze zu maximieren. Allerdings ist anzumerken, dass höhere Zinssätze auch zu einer geringeren Verfügbarkeit von Krediten und höheren Verzugsquoten bei Kreditnehmern führen können. Dies ist angesichts des in den vergangenen Jahren starken Interesses der Investment-Community an Projekten für erneuerbare Energien von besonderer Wichtigkeit. Da der Zinssatz für die meisten Kundenkredite für 10 Jahre fixiert ist, könnte sich eine steile, kurzfristige Erhöhung der Marktzinssätze darüber hinaus negativ auf die Nettozinsmarge der UBK auswirken. Nachfolgend bilden wir eine Sensitivitätsanalyse ab, die unsere Prognosen für das FJ19 unter Annahme verschiedener Nettozinsmargen zeigt.

Grafik 10: Sensitivität der FJ19-Prognosen gegenüber angenommenen Nettozinsmargen

Nettozinsmarge	Nettozinsertrag (€ Mio.)	Eigenkapitalrendite (%)
1,15 %	41,3	7,4
1,25 %	45,3	8,5
1,35 %	49,1	9,6
1,45 %	52,6	10,5
1,55 %	56,7	11,6
1,65 %	60,3	12,6
1,75 %	64,0	13,6

Quelle: Edison Investment Research

- Finanzierungsrisiko:** Der Wettbewerbsvorteil der UBK basiert zum Teil auf der Fähigkeit, Kunden attraktive Kreditkonditionen anzubieten. Dies ist unter anderem aufgrund des zu Vorzugsbedingungen gewährten Zugangs zu Finanzmitteln der KfW und anderen öffentlichen Entwicklungsbanken möglich. Eine Verringerung (oder Erweiterung) der verfügbaren Finanzmittel könnte das Kreditportfoliowachstum der UBK behindern (oder fördern). Zudem sollte hervorgehoben werden, dass die Bankverbindlichkeiten der UBK Ende 2018 eine TLTRO-II-Fazilität über 200 Mio. € beinhalteten, die 2016 von der Bundesbank bereitgestellt wurde und nach vier Jahren fällig wird. Die endgültigen Konditionen von TLTRO-III (weitere Einzelheiten werden im September 2019 von der EZB bekannt gegeben, die erste Tranche wird es wahrscheinlich 2019 geben) werden zu den Faktoren zählen, die die Finanzierungsstruktur und Zinsmarge der UBK bestimmen werden.
- Erfolg neuer Produkte:** Wir haben bisher nur die Einführung der nachhaltigen Verbraucherkredite der UBK im Jahr 2019 abgebildet. Somit impliziert unsere Bewertung noch ein gewisses Aufwärtspotenzial durch die Einführung weiterer Produkte. Unsere aktuellen Prognosen beinhalten kein Ertragswachstum aus mehreren Produkten, deren Einführung UBK in den kommenden Jahren plant – beispielsweise Girokonten, die ökologische Crowdfunding-Plattform und neue Investmentfonds für nachhaltige Projekte. Auch die Erweiterung des Portfolios an Kapitalbeteiligungen der UmweltProjekt AG (29,1 Mio. € zu Ende 2018) könnte sich als umfangreicher und profitabler erweisen, als wir aktuell erwarten.
- Digitalisierung und Anwerbung:** Die Geschwindigkeit, mit der UBK digitale Technologie übernimmt und ihr Team erweitert, wird den Erfolg der Neuprodukteinführungen bestimmen. Zudem wird sich das Verhältnis zwischen den gesamten Umsetzungskosten und dem zusätzlichen Einkommen wesentlich auf das Aufwand-Ertrag-Verhältnis der UBK auswirken.
- Rufschädigungsrisiko:** UBK positioniert sich als eine wahrhaft grüne, transparente und ethische Bank. Falls ihre Kriterien für die Krediteignung nicht eingehalten oder Kunden keine angemessenen Informationen über die ihnen angebotenen Anlage- und Versicherungsprodukte zur Verfügung gestellt werden, kann sich dies stark nachteilig auf den Ruf der UBK auswirken. Die verfügbaren Kundeneinlagen könnten infolgedessen zurückgehen.
- Laufender Rechtsstreit über einen Lizenzvertrag:** Im Oktober 2017 gab UBK ihren laufenden Rechtsstreit mit der DUT UmweltTreuhand bekannt. Dieser betrifft Lizenzzahlungen, die laut UBK von der Bank im Rahmen eines 1995 unterzeichneten und nicht rechtskräftigen Vertrags geleistet wurden. Ein positiver Ausgang des Rechtsstreits könnte zu einem zusätzlichen einmaligen Barerlös von etwa 4,0 Mio. € (oder 0,14 € je Aktie) führen. Die Wahrscheinlichkeit oder der Zeitpunkt dieses potenziellen Gewinns sind jedoch nicht abzusehen.

Bewertung

Wir bewerten UBK anhand eines implizierten Preises im Verhältnis zum materiellen Buchwert (Price to Tangible Book Value). Als Grundlage diente unsere Schätzung der nachhaltigen

Eigenkapitalrendite der Bank und der aus dem CAPM abgeleiteten Eigenkapitalkosten. Dies ist eine gebräuchliche Bewertungsmethode für Banken, die es uns gestattet, die spezifische Rentabilität der UBK ebenso wie ihr Risikoprofil abzubilden. Um den Buchwert des materiellen Eigenkapitals der UBK zu ermitteln, haben wir den Bilanzwert der immateriellen Posten vom von uns prognostizierten Eigenkapital der Anteilseigner abgezogen. Wir berechnen die Rendite auf das materielle Eigenkapital anhand des Nettogewinns nach Steuern, aber vor Rücklagendotierung gemäß Paragraf 340g des Deutschen Handelsgesetzbuches (Rücklagen für allgemeine Bankrisiken). Diese Dotierungen unterliegen der Einkommensteuer und die entsprechenden Rücklagen gehören zum harten Kernkapital der UBK. Zudem muss die Bank Rücklagen nur in einem Umfang bilden, der 10 % des während des Jahres aus ihrem Handelsbuch generierten Ertrags entspricht. Im Fall der UBK ist das in der Regel nahezu null. Somit dürften diese Dotierungen unserer Ansicht nach den Nettogewinn für Bewertungszwecke nicht reduzieren. Gleichzeitig haben wir den bilanziell ausgewiesenen Wert dieser Rücklagen zum materiellen Eigenkapital hinzugerechnet.

Unsere Prognose für den materiellen Buchwert je UBK-Aktie beläuft sich zum Ende des Jahres 2019 auf 8,7 €, verglichen mit 8,2 € zu Ende des Jahres 2018. Dies reflektiert einen Zuwachs von ca. 7 % gegenüber dem Vorjahr. Dieser basiert auf einem Nettogewinn vor Rücklagendotierung von 25,4 Mio. € (in etwa im Einklang mit dem FJ18), einer Ertragsthesaurierung von 54 % des Nettogewinns nach Rücklagendotierung und der Annahme, dass etwa 50 % der Dividende der UBK in Aktien statt in bar ausgeschüttet werden (weitgehend den tatsächlichen Verhältnissen im Jahr 2018 entsprechend). Wir schätzen die nachhaltige Rendite auf das materielle Eigenkapital der UBK (nach Steuern aber vor Rücklagendotierung) auf 12,7 %. Diese Renditequote wurde anhand des Eigenkapitalanteils in der Bilanz der UBK adjustiert, der das zur Einhaltung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen der UBK und zur Sicherung künftigen Geschäftswachstums notwendige Niveau überschreitet (wir sind davon ausgegangen, dass eine harte Kernkapitalquote von 9,0 % ausreicht, und behandeln das gesamte verbleibende Eigenkapital als Überschusskapital). Wir haben Eigenkapitalkosten von 8,9 % und eine langfristige Wachstumsrate von 2,0 % berücksichtigt. Basierend auf diesen Annahmen haben wir einen beizulegenden Zeitwert von 13,0 € je UBK-Aktie ermittelt (siehe Grafik 11). Unsere frühere Bewertung betrug dagegen 11,3 €.

Grafik 11: Bewertungsüberblick

000 €	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Eigenkapital der Anteilseigner	119.241	140.138	167.025	191.426	212.013	231.594	250.428	271.806	295.006	320.128	347.836
Immaterielle Posten	121	221	251	323	424	555	555	555	555	555	555
Materielles Eigenkapital	119.120	139.917	166.774	191.103	211.590	231.039	249.872	271.251	294.451	319.573	347.281
Nettogewinn vor Rücklagendotierung	27.996	27.542	34.087	32.155	27.661	25.335	25.403	27.581	29.856	32.334	35.403
Rendite auf das materielle Eigenkapital (%)	25,9 %	21,3 %	22,2 %	18,0 %	13,7 %	11,4 %	10,6 %	10,6 %	10,6 %	10,5 %	10,6 %
Ausstehende Aktien zum Ende des Berichtszeitraums	27.691	27.691	27.691	27.691	27.882	28.239	28.581	28.937	29.317	29.712	30.134
Materielles Eigenkapital je Aktie	4,3	5,1	6,0	6,9	7,6	8,2	8,7	9,4	10,0	10,8	11,5
Materielles Eigenkapital je Aktie	8,7										
Rendite auf das materielle Eigenkapital	10,6 %										
Nachhaltige Rendite auf das materielle Eigenkapital	12,7 %										
Wachstumsrate	2,0 %										
Eigenkapitalkosten	8,9 %										
Beizulegender Zeitwert – Multiplikator	1,6 x										
Beizulegender Zeitwert je Aktie zu Ende 2019 (€)	13,7										
Abzinsungsfaktor	0,95										
Beizulegender Zeitwert	13,0										
Potenzieller Gewinn/Verlust	13,3 %										

Quelle: Edison Investment Research

Nachfolgend zeigen wir außerdem die Sensitivitätsanalyse für die UBK-Bewertung, basierend auf den Eigenkapitalkosten und der nachhaltigen Rendite auf das materielle Eigenkapital.

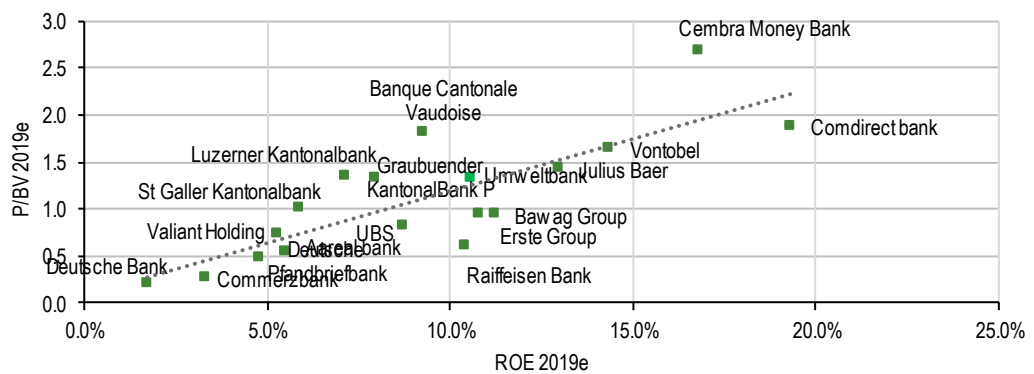
Grafik 12: Tabelle der Bewertungssensitivität

Eigenkapitalkosten	Nachhaltige Rendite auf das materielle Eigenkapital							
	11,2 %	11,7 %	12,2 %	12,7 %	13,2 %	13,7 %	14,2 %	
7,4 %	14,3	15,1	15,9	16,7	17,4	18,2	19,0	
7,9 %	13,1	13,8	14,5	15,2	16,0	16,7	17,4	
8,4 %	12,1	12,7	13,4	14,0	14,7	15,4	16,0	
8,9 %	11,2	11,8	12,4	13,0	13,6	14,2	14,8	
9,4 %	10,4	11,0	11,6	12,1	12,7	13,3	13,8	
9,9 %	9,8	10,3	10,8	11,4	11,9	12,4	12,9	
10,4 %	9,2	9,7	10,2	10,7	11,2	11,7	12,2	

Quelle: Edison Investment Research

Da es kaum vergleichbare börsennotierte, auf Nachhaltigkeit spezialisierte Banken zur Darstellung der Peergruppe der UBK gibt, betrachten wir stattdessen eine Reihe großer und kleinerer Banken in der DACH-Region (Deutschland, Österreich und die Schweiz). Wie in Grafik 13 dargestellt, notiert UBK gemessen am Verhältnis aus Eigenkapitalrendite (geschätzte ROE von 10,6 % im FJ19e) und Buchwertmultiplikator (geschätztes KBV von 1,3 x im FJ19e) derzeit in etwa im Einklang mit dem Markt. Allerdings dürften die FJ19-Ergebnisse unseres Erachtens eine Talsohle für die Eigenkapitalrendite der UBK darstellen.

Grafik 13: KBV und ROE der UmweltBank im Jahr 2019e gegenüber Vergleichswerten



Quelle: Refinitiv, Edison Investment Research. Hinweis: Die Kennzahlen der UmweltBank basieren auf dem Nettogewinn vor Rücklagendotierung und dem Buchwert einschließlich des Bilanzwerts der Rücklagen für allgemeine Bankrisiken.

Finanzlage

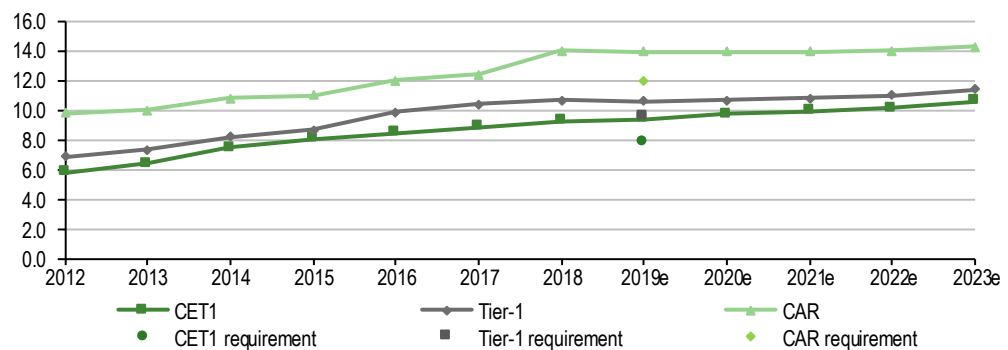
Bilanz: Durch jüngste Kapitalmaßnahmen gestärkt

Die Gesamtkapitalquote der UBK zu Ende 2018 belief sich auf 14,0 %. Damit weist die Bank eine gewisse Sicherheitsmarge gegenüber der regulatorischen Anforderung von 12,0 % im Jahr 2019 auf. Dieser Wert stützt sich auf das Basel-III-Niveau von 10,5 % plus einen Puffer von 1,5 %, den die deutsche Regulierungsbehörde hinzufügt. Somit konnte die Bank ihr früheres Ziel von wenigstens 13,0 % übertreffen. Die Kapitalgrundlage der UBK wurde vor Kurzem durch die Ausgabe einer unbesicherten nachrangigen Öko-Anleihe (Green Bond Junior) zu 2,0 % gestärkt, die im Juli 2018 lanciert wurde. Die Bank konnte bis Ende des Jahres 2018 Anteile im Wert von 25,1 Mio. € ausgeben. Rund 13,1 Mio. € dieses Betrags stellten das Ergebnis der Umtauschangebote für Inhaber der Genussrechte der UBK dar, die im Zeitraum 2003-05 und 2006 begeben wurden und allmählich ihren Status als Tier-2-Capital verlieren. Die verbleibenden 12 Mio. € waren Zeichnungen von anderen Privatanlegern im Rahmen eines öffentlichen Angebots. Die Ausgabe der nachrangigen Öko-Anleihe soll bis Juli 2019 zum Abschluss kommen. UBK könnte auf diese Weise weiteres Tier-2-Capital in Höhe von 15 Mio. € aufnehmen (in unseren Prognosen gehen wir derzeit von 5,0 Mio. € aus). Darüber hinaus hat sich die Bank 20 Mio. € durch die

Ausgabe einer nachrangigen Schuldverschreibung an einen institutionellen Anleger beschafft. Demnach verfügt die aktuelle Bilanz der UBK unseren Schätzungen zufolge in Bezug auf risikogewichtete Aktiva bis 2023 über einen Spielraum von etwa 0,5 Mrd. € für den weiteren Ausbau des Kreditportfolios (mehr als unsere derzeitigen Prognosen). Diese Schätzung lässt kumulierte Nettogewinne oder zusätzliche Kapitalerhöhungen außer Acht. In der Tat bekräftigte die Geschäftsleitung ihre Absicht, in der zweiten Hälfte des Jahres 2019 Aktien auszugeben, um die Kernkapitalquote („Tier 1“), die aktuell bei 10,7 % liegt, im Vergleich zur regulatorischen Anforderung von 9,6 % für 2019 weiter zu stärken. UBK hofft, dass die Ausgabe auch eine Minderung des oben erwähnten speziellen Puffers von 1,5 % zulassen wird. Außerdem stärkt UBK ihre Kapitalbasis durch Dividenden in Form von Aktien statt einer Bargeldauszahlung, die im FJ18 insgesamt 3 Mio. € an frischem Kapital einbrachten. Die harte Kernkapitalquote der UBK erreichte ein Niveau von 9,3 % gegenüber der regulatorischen Anforderung von 7,8 % für 2019.

Unserer Erwartung nach dürften die Kapitalquoten der UBK weiter steigen, da unsere Wachstumsprognosen für den Kreditbestand (eine solide durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 7,8 % in den Jahren 2018-2023e) noch immer unter dem möglichen Anstieg liegen, auf den der derzeitige Bilanzspielraum schließen lässt. Demzufolge erwarten wir im FJ19e und im FJ20e jeweils eine weitgehend konstante Gesamtkapitalquote von 14,0 % (siehe Grafik 14). Dieser Wert lässt die oben erwähnte potenzielle Aktienaussgabe außer Acht. Die Kernkapitalquote der UBK dürfte im FJ19e auf 10,6 % und im FJ20e auf 10,7 % klettern. Wir lassen die Genussrechte, die im Zeitraum 2003-06 begeben und im Rahmen des letztjährigen Angebots nicht umgetauscht wurden, in unseren Prognosen ab Ende 2020 unberücksichtigt, da sie von der Bank auf Basis der geltenden zweijährigen Frist bereits gekündigt wurden.

Grafik 14: Kapitalausstattungsquoten der UBK



Quelle: UmweltBank, Edison Investment Research

UBK konnte ihre Kundengelder 2018 um beachtliche 8,0 % steigern. Damit übertrifft die Bank sogar die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 6,3 % der Jahre 2013-18. Ihr kommen nach wie vor ihr Image als nachhaltige Bank (das durch die „Umweltgarantie“ bestärkt wird), eine effektive Kundenhotline und eine hohe Kundenzufriedenheit zugute. Den größten Anteil der Einlagenbasis der UBK macht Tagesgeld (44 %) aus, gefolgt von Sparkonten (36 %), Einlagen von Gewerbekunden (11 %) und befristeten Einlagen (9 %). Kredite von Entwicklungsbanken stellten mit 77 % aller Bankverbindlichkeiten (ungefähr 1,0 Mrd. € zu Ende 2018) weiterhin eine wichtige Finanzierungsquelle für UBK dar. Auf diese Weise kann die Bank Kundenkredite zu Vorzugskonditionen anbieten. Wir rechnen in den nächsten Jahren mit einem anhaltend gesunden Anstieg der Kundeneinlagen mit einer Rate im mittleren bis hohen einstelligen Bereich (in Übereinstimmung mit dem historischen Fünf-Jahres-Durchschnitt von 6,3 % pro Jahr). Diese Entwicklung könnte durch die erfolgreiche Einführung des Online-Verfahrens für das Kunden-Onboarding sowie den Launch eines Girokontoprodukts (2020 geplant) weiter unterstützt werden.

UBK nutzt noch immer die TLTRO-II-Fazilität (Targeted Longer-Term Refinancing Operations bzw. gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte), die sich aktuell auf 200 Mio. € beläuft. Es handelt sich hierbei um eine Maßnahme der Europäischen Zentralbank (EZB) zur Stimulierung der Kreditaktivitäten im Bankensektor mit einem negativen Zinssatz von -0,4 % (mit der Auflage, dass die jeweilige Bank die Erlöse zur Finanzierung realwirtschaftlicher Vorhaben verwendet). Im März 2019 kündigte die EZB eine neue Serie quartalsweiser TLTRO-Tranchen an, die im September 2019 starten und im März 2021 enden werden, wobei jede Tranche eine Fälligkeit von zwei Jahren aufweist. Somit erwarten wir, dass UBK diese Fazilität weiter als günstige Finanzierungsquelle nutzen wird (wir setzen für das FJ19e 200 Mio. € an). Die Einzelheiten von TLTRO-III sind noch nicht festgelegt. Allerdings wird die Rate höchstwahrscheinlich an die Verzinsung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte gebunden sein, die derzeit bei 0,0 % liegt. In das Programm dürften gewisse Anreize eingebaut werden, die den Effektivzins ins Negative drücken könnten (ähnlich wie bei TLTRO-II). Dennoch könnten diese weniger attraktiv als bei den früheren Programmen ausfallen, da die Wirtschaft der Eurozone im Vergleich zu vergangenen Jahren (z. B. Schuldenkrise 2011-12) in besserer Verfassung ist. Infolgedessen nehmen wir für UBK einen effektiven TLTRO-III-Zins von -0,2 % an.

Kreditvergabe: Bilanzspielraum eröffnet Wachstumschancen

Die Kundenkredite der UBK (ohne Zusagen) legten im FJ18 um solide 5,2 % gegenüber dem Vorjahr auf 2,4 Mrd. € zu, wobei das Neukreditvolumen 542 Mio. € betrug (plus 26,3 % gegenüber dem Vorjahr). Wir begrüßen es, dass diese Zunahme gleichermaßen durch erneuerbare Energieprojekte (280 Mio. €) und nachhaltiges Bauen (262 Mio. €) bestimmt war. Zudem sind die unwiderruflichen Kreditzusagen der UBK im FJ18 erheblich gestiegen: um 45 % gegenüber dem Vorjahr auf 363 Mio. € – daraus entsteht Zusatzeinkommen aus Zusageprovisionen. Der starke Trend setzte sich im Q119 fort, da 123,4 Mio. € an neuen Darlehen zugesagt wurden, was ein Plus von etwa 16,4 % gegenüber dem Niveau von 106,0 Mio. € im Q118 darstellt. Für uns zeigt dies das schlummernde Potenzial der UBK, das sie nach der Stärkung ihrer Kapitalgrundlage im H218 (wie oben erörtert) nun durch einen rascheren Ausbau ihres Kreditvergabegeschäftes nutzen kann.

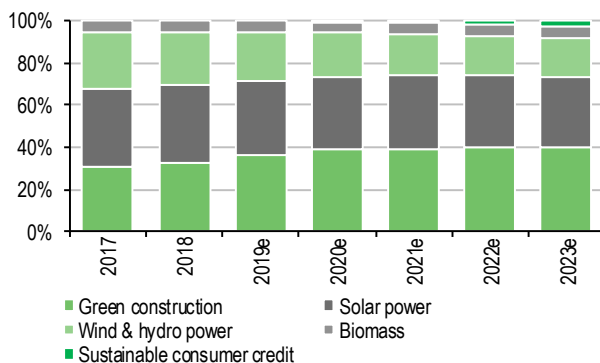
Was Solarkraftprojekte angeht, sagte UBK im FJ18 ca. 150 Mio. € an neuen Darlehen zur Finanzierung von 191 MW zu und erreichte einen Marktanteil von 11 % an zusätzlichen Kapazitäten über 250 kW (laut Angaben des Unternehmens). Im Vergleich dazu betrugen die Kredite im FJ17 etwa 93 Mio. € für 112,8 MW. Es ist anzumerken, dass die Mengen vor allem von kleineren Systemen bis 750 kW angekurbelt wurden. Dazu trugen die Gründung eines Spezialistenteams und die Weiterentwicklung eines standardisierten Kreditvergabeprozesses bei UBK bei. Wie zuvor erörtert, wurde der Einspeisetarif für kleinere Photovoltaik-Dachsysteme zwischen 40 kW und 750 kW vor Kurzem reduziert, was sich in Zukunft nachteilig auf das Kreditvolumen der UBK auswirken könnte. Allerdings befasst sich die Bank mit diesem Thema, indem sie ihren Fokus auf Photovoltaik-Freiflächenanlagen verstärkt und den Kreditvergabeprozess für diese Produktgruppe weiter standardisiert. Aus unserer Sicht dürften sich diese Maßnahmen in Verbindung mit der insgesamt robusten Entwicklung von Solarkraftprojekten und den im Energiesammelgesetz festgelegten Zielen für zusätzliche Kapazitätserweiterungen in soliden Solarkreditvergaben für UBK niederschlagen – ca. 190 Mio. € im FJ19e und 210 Mio. € im FJ20e. Für das FJ21e und das FJ22e erwarten wir, dass die Neukreditvergabe auf etwa 240-250 Mio. € pro Jahr klettern wird. Somit prognostizieren wir, dass der Kreditbestand der Bank in diesem Segment im Zeitraum 2018-23 mit einer Jahresrate von etwa 5,9 % wachsen wird (gegenüber unserer früheren Annahme von rund 2 % pro Jahr für 2017-22).

Die Neukreditvergabe der UBK im Windsegment erreichte solide 98 Mio. € und stellt 55,3 MW an neuen Kapazitäten dar (neben der Kofinanzierung von 38,3 MW an vorhandenen Kapazitäten). Daraus ergab sich ein Marktanteil von 2,3 % (verglichen mit 1,1 % im FJ17). Unserer Einschätzung nach war dies Projekten aus früheren Auktionen zu verdanken, die vor den

Genehmigungsverzögerungen der letzten Zeit und dem Widerstand durch Anwohner Fortschritte verzeichnen konnten. Trotz der Schwierigkeiten im Windkraftsektor (wie oben dargestellt) dürfte 2019 aus unserer Sicht ein recht gutes Jahr für das Kreditvergabegeschäft der UBK in diesem Marktsegment sein. Das liegt an der hohen Anzahl von Projekten (vor allem Bürgerprojekte), denen in den Auktionen von 2017/18 Kapazitäten zugewiesen wurden, die nun finanziert werden müssen. Diese Projekte sind innerhalb von 54 Monaten ab Kapazitätszuweisung fertigzustellen. Auch fokussiert sich UBK unserem Verständnis nach auf kleinere Projekte, denen mit größerer Wahrscheinlichkeit die erforderlichen Genehmigungen rascher zugesprochen werden. Demzufolge plant die Bank die Ausweitung ihres Marktanteils auf dem Windkraftmarkt. Wir gehen im FJ19 von einer Neukreditvergabe im Windkraftsegment der UBK von ca. 86 Mio. € aus (ein Minus von rund 12,5 % gegenüber dem FJ18). Folglich erwarten wir, dass die Regierung eine Lösung für die derzeitigen Schwierigkeiten finden wird, die sich in Verbindung mit den Zielen für den zusätzlichen Kapazitätsausbau in einer Erholung der neuen Windkapazitäten in den Jahren 2020 und 2021 niederschlagen wird. Darum veranschlagen wir für die Neukreditvergabe der UBK im Windsegment im FJ20e etwa 92 Mio. € (plus 7,5 % gegenüber dem Vorjahr) und im FJ21e 107 Mio. € (plus 15 % gegenüber dem Vorjahr).

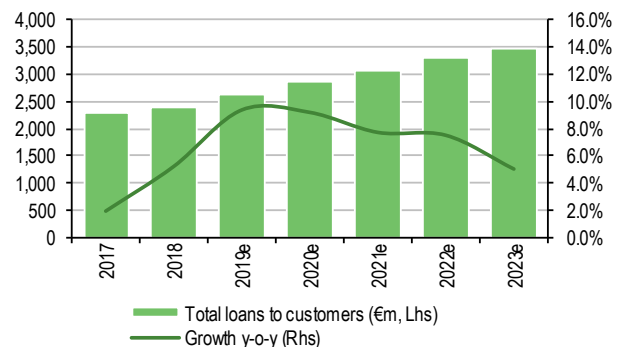
Im Segment für grünes Bauen erreichte das Neukreditvolumen der UBK im FJ18 mehr als 262 Mio. €, was eine beeindruckende Steigerung um 21 % gegenüber dem Vorjahr darstellt. Dazu trugen insbesondere volumenstarke nachhaltige Projekte bei, die gebaut und nach Aufwand vermietet wurden. Die Bank legt also nach wie vor einen Schwerpunkt auf Bausparkassen und Baugenossenschaften, ebenso wie auf ökologische soziale/kostengünstige Wohnungen. Dies geht in Anbetracht des strukturellen Wohnungsmangels in Deutschland mit einer positiven Haltung gegenüber diesen Projekten einher. Die Kreditvergabe der UBK dürfte unserer Einschätzung nach weiter wachsen und wir gehen für das FJ19e von einem Neukreditvolumen von 15,0 % und für das FJ20e von 5,0 % aus. Das könnte etwas konservativ erscheinen, doch wir sind vorsichtig, da es in der deutschen Baubranche gewisse Engpässe gibt und wir uns höchstwahrscheinlich in einem spätzyklischen Umfeld befinden (was bedeutet, dass das Risiko einer Abkühlung besteht, obwohl die strukturellen Faktoren noch immer robust sind).

Grafik 15: Aufteilung des Kreditportfolios der UBK



Quelle: UmweltBank, Edison Investment Research

Grafik 16: Wachstum des Kreditportfolios der UBK



Quelle: UmweltBank, Edison Investment Research

Wichtig ist, dass der Ausbau des Kreditportfolios der UBK noch immer mit hoher Kreditqualität einhergeht. Das Verhältnis aus Rückstellungen für Kreditverluste und dem Kundenkreditbestand lag im FJ18 auf einem niedrigen Niveau von 0,34 % (und nahe dem Fünf-Jahres-Durchschnitt von 0,31 %). Gleichzeitig schätzen wir, dass die aktuelle NPL-Deckungsquote der UBK etwa solide 130 % beträgt.

Gewinn- und Verlustrechnung: Nahe der Ertragswende

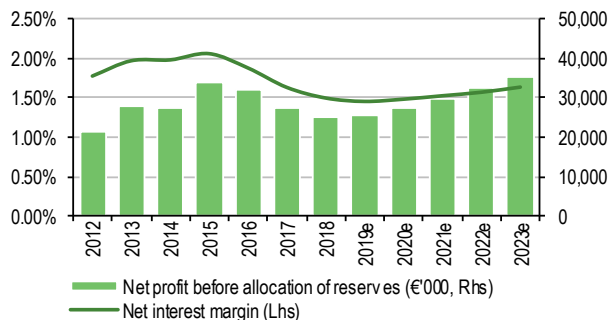
Die Nettozinsmarge der UBK war im Zeitraum 2016-18 infolge der lang anhaltenden, ultraniedrigen Zinsen der EZB erheblichem Druck ausgesetzt. Das wirkte sich mit einiger Verzögerung auf den Zinsertrag der UBK aus ihrem Kreditgeschäft aus, da die Zinsen für ihre Kredite (im Segment erneuerbare Energien ebenso wie bei grünen Bauprojekten) in der Regel für 10 Jahre festgesetzt sind (und danach entsprechend der Marktzinsentwicklung angepasst werden). Da die Zinssenkungen der EZB 2008-12 vorgenommen wurden, sollten sie zum großen Teil bis 2020/21 im Zinsertrag aus dem Kreditportfolio der UBK berücksichtigt werden.

Ferner dürften die zukünftigen Zinserhöhungen der EZB das Einkommen der UBK aus variabel verzinslichen Vermögenswerten und neuen nachhaltigen Krediten unterstützen. Der aktuelle Ausblick der EZB sieht stabile Zinssätze bis wenigstens Ende 2019 vor. Dennoch weist die verkürzte Laufzeit des neuen TLTRO-Programms (zwei statt vier Jahre) in Verbindung mit einer variablen Verzinsung für uns möglicherweise darauf hin, dass die EZB sich auf Zinserhöhungen 2020 oder 2021 vorbereiten möchte. Wir beziehen die Prognosen der EZB für den Dreimonats-Euribor ein, die im März 2019 veröffentlicht wurden und auf eine Verzinsung von -0,3 % im Jahr 2019, -0,2 % für 2020 und 0,0 % für 2021 hinweisen.

Auf dieser Grundlage sind wir der Ansicht, dass sich die Nettozinsmarge der UBK im FJ19 nur leicht verschlechtern (minus 4 Bp auf 1,45 %) und in den nachfolgenden Jahren allmählich erholen dürfte. Für das FJ20e gehen wir von einem Plus von 3 Bp und für das FJ21e von 4 Bp aus (siehe Grafik 17). Dazu dürfte auch die Einführung nachhaltiger Verbraucherkredite beitragen, die im FJ19 geplant ist. Wir setzen für das FJ20e eine positive Auswirkung von 1 Bp auf die Nettozinsmarge der UBK und für das FJ21e von 2 Bp an. Wir merken an, dass UBK angesichts des gestiegenen Kundeninteresses ab 2019 vermehrt im Bereich festverzinslicher Unternehmenswertpapiere aktiv sein möchte. Wir beziehen in unseren Prognosen einige kleine bis mittlere Transaktionen pro Jahr ein.

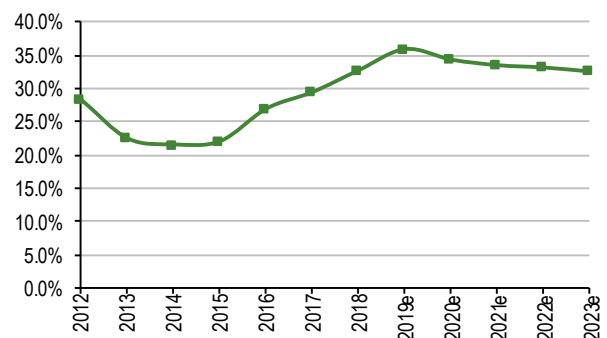
Das Aufwand-Ertrag-Verhältnis der UBK erhöhte sich von 29,4 % im FJ17 auf 32,7 % im FJ18. Ursachen waren gestiegene Personalkosten (plus 14,1 % gegenüber dem Vorjahr auf 9,2 Mio. €), da die Mitarbeiterzahl auf Basis von Vollzeitäquivalenten von 118,5 auf 135,9 wuchs, sowie ein größerer Aufwand durch Bankenabgabe und Einlagensicherung aufgrund des Wachstums von Kundeneinlagen. Wir berücksichtigen im FJ19e eine Zunahme des Aufwand-Ertrag-Verhältnisses auf 35,9 %, da die Mitarbeiterzahl weiter wächst und Marketing- und IT-Ausgaben in Verbindung mit der Einführung neuer Produkte und Dienstleistungen steigen werden. Wenn sich der Kreditbestand weiter vergrößert und die Kosten für neue Produkteinführungen nachlassen, gehen wir davon aus, dass das Aufwand-Ertrag-Verhältnis im FJ20e auf 34,3 % und im FJ21e auf 33,4 % abnimmt (siehe Grafik 18).

Grafik 17: Nettozinsmarge und Nettogewinnprognose



Quelle: UmweltBank, Edison Investment Research

Grafik 18: Aufwand-Ertrag-Verhältnis



Quelle: UmweltBank, Edison Investment Research

Die Änderungen unserer Prognosen sind in der nachstehenden Tabelle zusammengefasst.

Grafik 19: Überblick über Prognoseänderungen

000 €, sofern nicht anders angegeben	2019e				2020e			
	Alt	Neu	Veränderung	Wachstum im Jahresvergleich	Alt	Neu	Veränderung	Wachstum im Jahresvergleich
Nettozins- und Nettofinanzertrag	53.957	55.273	2,4 %	2,8 %	56.321	59.086	4,9 %	6,9 %
Nettozins- und Nettofinanzertrag*	52.905	53.888	1,9 %	3,8 %	54.719	57.092	4,3 %	5,9 %
Nettoaufwendungen aus Gebühren und Provisionen**	3.374	4.031	19,5 %	54,8 %	3.497	4.260	21,8 %	5,7 %
Vorsteuergewinn	35.465	37.084	4,6 %	-0,6 %	37.386	40.264	7,7 %	8,6 %
Nettoertrag (vor Rücklagendotierung)	24.294	25.403	4,6 %	0,3 %	25.610	27.581	7,7 %	8,6 %
Kundenkredite (ohne Zusagen)	2.540.333	2.617.523	3,0 %	k. A.	2.697.261	2.858.740	6,0 %	9,2 %
Kundeneinlagen	2.446.500	2.493.120	1,9 %	7,0 %	2.568.825	2.656.669	3,4 %	6,6 %
Harte Kernkapitalquote (%)	9,5	9,4	-14 Bp	10 Bp	9,9	9,7	-19 Bp	32 Bp
Kernkapitalquote (%)	10,8	10,6	-17 Bp	k. A.	11,0	10,7	-35 Bp	7 Bp
Gesamtkapitalquote (TCR, %)	14,4	14,0	-43 Bp	-2 Bp	14,6	14,0	-65 Bp	-3 Bp
Aufwand-Ertrag-Verhältnis (CIR, %)	37,3	35,9	-140 Bp	296 Bp	36,0	34,3	-176 Bp	-160 Bp

Quelle: UmweltBank, Edison Investment Research. Hinweis: *Einschließlich Rückstellungen für Kreditverluste, Nettofinanzertrag (ohne Handelsergebnis) und die Auswirkungen von Nettobewertungsänderungen. **Einschließlich Handelsergebnis.

Grafik 20: Finanzieller Überblick

Jahr mit Ende 31. Dezember (000 €)	FJ15	FJ16	FJ17	FJ18	FJ19e	FJ20e	FJ21e	FJ22e	FJ23e
GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG									
Nettozins- und Nettofinanzertrag	52.838	53.600	52.166	51.234	52.648	56.366	60.816	65.613	71.749
Nettofinanzertrag	4.023	5.937	2.909	2.544	2.625	2.720	2.816	2.913	3.012
Nettozins- und Nettofinanzertrag	56.861	59.537	55.075	53.778	55.273	59.086	63.632	68.526	74.761
Rückstellungen (-)	443	(2.228)	(355)	(1.460)	(885)	(1.469)	(1.877)	(1.905)	(2.050)
Gesamtverwaltungsaufwendungen	(13.163)	(15.563)	(16.466)	(18.137)	(20.735)	(20.988)	(21.889)	(23.334)	(24.861)
Erträge vor Verwaltungsaufwendungen und Steuern	61.340	61.570	56.739	55.447	57.819	61.252	65.474	70.536	76.544
Vorsteuergewinn	48.177	46.007	40.273	37.310	37.084	40.264	43.585	47.202	51.683
Nettogewinn nach Steuern	34.087	32.155	27.661	25.335	25.403	27.581	29.856	32.334	35.403
Ausgewiesener Ertrag je Aktie (€)	0,56	0,58	0,60	0,60	0,63	0,66	0,68	0,69	0,73
Bereinigter Ertrag je Aktie (€)	1,23	1,16	0,99	0,90	0,89	0,96	1,02	1,10	1,18
Dividende je Aktie (€)	0,28	0,34	0,32	0,33	0,34	0,36	0,38	0,40	0,42
BILANZ									
Barmittelbestand und Guthaben bei Zentralnotenbanken	33.171	54.591	32.460	31.556	35.883	23.023	33.349	41.794	44.958
Forderungen an Kreditinstitute	321.602	149.281	122.622	113.100	92.903	76.312	62.684	51.490	42.295
Forderungen an Kunden	2.098.150	2.229.817	2.273.561	2.392.770	2.617.523	2.858.740	3.080.118	3.312.118	3.479.488
Schuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere	288.437	747.214	1.023.677	1.125.709	1.103.195	1.070.099	1.037.996	1.006.856	1.057.199
Sachanlagevermögen, Geschäfts- oder Firmenwert und immaterielle Anlagevermögen	759	1.174	1.202	1.487	1.487	1.487	1.487	1.487	1.487
Sonstige Vermögensgegenstände	15.553	24.165	31.479	34.496	35.496	36.496	37.496	38.496	39.496
Summe der Aktiva	2.757.672	3.206.242	3.485.001	3.699.119	3.886.486	4.066.158	4.253.131	4.452.242	4.664.923
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	570.938	860.728	1.011.950	1.005.593	1.005.593	1.005.593	1.005.593	1.005.593	1.005.593
Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	1.938.174	2.055.684	2.157.005	2.330.019	2.493.120	2.656.669	2.819.380	2.992.318	3.176.141
Rechnungsabgrenzungsposten	1.440	1.220	1.012	825	684	567	470	390	323
Latente Steuerschulden	0	231	148	127	127	127	127	127	127
Sonstige Verbindlichkeiten	157.095	189.952	206.873	243.360	256.434	259.796	270.956	284.088	298.807
Summe der Passiva	2.667.647	3.107.816	3.376.987	3.579.925	3.755.959	3.922.753	4.096.526	4.282.517	4.480.991
Gesamtes Eigenkapital der Anteilseigner	90.025	98.426	108.013	119.194	130.527	143.405	156.605	169.725	183.932
Buchwert je Aktie	3,3	3,6	3,9	4,2	4,6	5,0	5,3	5,7	6,1
Materieller NIW je Aktie	6,0	6,9	7,6	8,2	8,7	9,4	10,0	10,8	11,5
Kennzahlen									
Nettozinsspanne	2,06 %	1,87 %	1,62 %	1,49 %	1,45 %	1,48 %	1,52 %	1,56 %	1,63 %
Aufwand/Ertrag	22,0 %	26,9 %	29,4 %	32,7 %	35,9 %	34,3 %	33,4 %	33,1 %	32,5 %
Eigenkapitalrendite	22,2 %	18,0 %	13,7 %	11,4 %	10,6 %	10,6 %	10,6 %	10,5 %	10,6 %
Harte Kernkapitalquote	8,1 %	8,5 %	8,9 %	9,3 %	9,4 %	9,7 %	9,9 %	10,1 %	10,6 %
Kernkapitalquote	8,7 %	9,9 %	10,4 %	10,7 %	10,6 %	10,7 %	10,8 %	11,0 %	11,4 %
Kapitalausstattungsquote	10,6 %	11,6 %	12,4 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %	14,3 %
Ausschüttungsquote	22,7 %	29,3 %	32,3 %	36,8 %	38,3 %	37,8 %	37,3 %	36,8 %	35,8 %
Kundenkredite/Summe der Aktiva	76,1 %	69,5 %	65,2 %	64,7 %	67,3 %	70,3 %	72,4 %	74,4 %	74,6 %
Kredite/Einlagen	108,3 %	108,5 %	105,4 %	102,7 %	105,0 %	107,6 %	109,2 %	110,7 %	109,6 %

Quelle: UmweltBank, Edison Investment Research

Kontaktangaben Laufertorgaben 6 90489 Nürnberg Deutschland +49 0911 5308 123 www.umweltbank.de	Einnahmen nach geografischer Region k. A.
Managementteam	
Sprecher: Jürgen Koppmann Jürgen Koppmann trat UBK im Juli 1996 als Kreditspezialist bei. Später wurde er zum Leiter der Projektfinanzierungsabteilung ernannt und konzentrierte sich in dieser Rolle auf erneuerbare Energien, Wärme-Contracting und ökologischen Landbau. Von Januar 2002 bis Ende 2014 war er als Vorstandsmitglied für Kreditabteilungen zuständig. Jürgen Koppmann verließ UBK im Zeitraum 2015 und 2016, um ein Büro für die Entwicklung von Sozialwohnprojekten zu gründen und zu leiten. Er nahm seine Tätigkeit für die Bank im Februar 2017 wieder auf. Im Dezember 2017 wurde er erneut in den Vorstand berufen und übernahm die Verantwortung für die Bereiche Sparen und Anlagen, Wertpapiere und Vorsorge sowie Investor Relations und Public Relations. Zudem ist Jürgen Koppmann für den Marktbereich des Kreditgeschäfts verantwortlich.	Vorstandsmitglied: Goran Bašić Goran Bašić begann seine Karriere bei UBK 1999 in der Projektfinanzierungsabteilung. Im Juli 2014 wurde er in den Vorstand berufen und war zunächst für das Backoffice der Bau-, Sonnenenergie- und Projektfinanzierungsabteilungen zuständig. Jetzt obliegen ihm die Bereiche Verwaltung, Personal und Projektfinanzierung. Vor seiner Tätigkeit für UBK verbrachte Goran Bašić zwei Jahre in Sarajewo und war dort für ein Consultingunternehmen mit Hauptgeschäftssitz in Frankfurt tätig. Unter anderem baute er eine auf Darlehen an kleine und mittelständische Unternehmen spezialisierte Bank auf.
Vorstandsmitglied: Stefan Weber Stefan Weber ist seit Gründung der UBK im Jahr 1997 für die Bank tätig. Zuvor war er seit 1995 bei der DUT UmweltTreuhand (Anteilseignerin und Gründerin der UmweltBank) beschäftigt und als Finanzberater auf stille Partnerschaften und UBK-Aktien spezialisiert. Stefan Weber wurde im Januar 2015 in den Vorstand berufen und trägt die Verantwortung für Baufinanzierung, Umweltinvestitionen, Finanzen und IT. Im Mai 2015 übernahm er zudem die Risikokontroll- und Kreditrisikofunktionen.	
Hauptanteilseigner	
GLS Gemeinschaftsbank eG Streubesitz	15,6 84,4
In diesem Bericht genannte Unternehmen	
Deutsche Bank, Commerzbank, Julius Bär, Erste Group, Raiffeisen Bank, Credit Suisse, UBS, comdirect bank, Aareal Bank, Deutsche Pfandbriefbank, Cembra Money Bank, Graubündner Kantonalbank, St. Galler Kantonalbank, Vontobel, Luzerner Kantonalbank, Valiant Holding, Bawag Group, Banque Cantonale Vaudoise	

Allgemeiner Haftungsausschluss und Urheberrecht

Dieser Bericht wurde von der UmweltBank in Auftrag gegeben und von Edison gegen eine durch die UmweltBank zahlbare Gebühr erstellt und herausgebracht. Die Standardgebühren von Edison Investment Research belaufen sich auf 49.500 £ pro Jahr für die Erstellung und umfassende Verbreitung eines ausführlichen Kommentars (Ausblick), gefolgt von regelmäßigen (üblicherweise quartalsweisen) aktuellen Kommentaren. Gebühren werden im Voraus in bar ohne Regress entrichtet. Für Roadshows und die Erbringung zugehöriger IR-Dienstleistungen für den Kunden kann Edison unter Umständen zusätzliche Gebühren erheben, erhält jedoch keine Vergütung für Investmentbankdienstleistungen. Wir werden niemals in Aktien, Optionen oder Bezugsrechten für unsere Dienstleistungen bezahlt.

Richtigkeit der Inhalte: Alle bei der Veröffentlichung dieses Berichts verwendeten Informationen wurden öffentlich zugänglichen Quellen entnommen, die als zuverlässig gelten. Wir geben jedoch keine Gewährleistung über die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Berichts und haben keine unabhängige Bestätigung dieser Informationen ersucht. Die in diesem Bericht wiedergegebenen Meinungen stellen die des Edison-Analysten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dar. Zukunftsgerichtete Informationen oder Aussagen in diesem Bericht beinhalten Informationen, die auf Annahmen, Prognosen künftiger Ergebnisse oder Schätzungen noch nicht ermittelbarer Beträge beruhen und bringen deshalb bekannte und unbekannt Risiken, Unsicherheiten und andere Faktoren mit sich, die bewirken können, dass die tatsächlichen Ergebnisse, Performance-Werte oder Errungenschaften ihres Gegenstands sich erheblich von den aktuellen Erwartungen unterscheiden.

Haftungsausschluss: Im größtmöglichen gesetzlich zulässigen Umfang schließt Edison die Haftung für unmittelbare, mittelbare oder Folgeschäden, entgangene Gewinne, Schäden, Kosten oder Ausgaben aus, die Ihnen aufgrund von oder in Verbindung mit dem Zugriff auf, der Nutzung von oder dem Vertrauen auf Informationen in diesem Kommentar entstehen oder die Sie erleiden.

Keine persönliche Beratung: Die von uns zur Verfügung gestellten Informationen sind nicht als individuelle Beratung gedacht und sollten keinesfalls derartig ausgelegt werden. Weiterhin dürfen die von uns zur Verfügung gestellten Informationen von keinem Bezieher oder voraussichtlichen Bezieher als Aufforderung seitens Edison zur Durchführung oder versuchten Durchführung einer Wertpapiertransaktion ausgelegt werden. Die im Bericht beschriebenen Wertpapiere dürfen eventuell nicht in allen Gerichtsbarkeiten oder an bestimmte Kategorien von Investoren verkauft werden.

Investitionen in erwähnte Wertpapiere: Edison verfolgt eine restriktive Politik in Bezug auf private Wertpapiergeschäfte und Interessenkonflikte. Die Edison Group führt keine Investmentgeschäfte durch und hält dementsprechend keine Positionen in den in diesem Bericht erwähnten Wertpapieren. Jedoch können die jeweiligen Geschäftsführer, Handlungsbevollmächtigten, Mitarbeiter und Vertragspartner von Edison eventuell Positionen in den in diesem Bericht erwähnten oder in ähnlichen Wertpapieren haben, vorbehaltlich der Edison-Richtlinien für private Wertpapiergeschäfte und Interessenkonflikte.

Urheberrecht: Copyright 2019 Edison Investment Research Limited (Edison). Alle Rechte vorbehalten. FTSE International Limited („FTSE“) © FTSE 2019. „FTSE®“ ist ein Warenzeichen der Unternehmen der London Stock Exchange Group und wird von FTSE International Limited im Rahmen einer Lizenz genutzt. Alle Rechte an den FTSE-Indizes und/oder den FTSE-Ratings wurden auf FTSE und/oder seine Lizenzgeber übertragen. Weder FTSE noch seine Lizenzgeber übernehmen die Haftung für etwaige Fehler oder Auslassungen in den FTSE-Indizes und/oder den FTSE-Ratings oder den zugrundeliegenden Daten. Die weitere Verteilung von FTSE-Daten ist nur mit schriftlicher Genehmigung durch FTSE gestattet.

Australien

Edison Investment Research Pty Ltd (Edison AU) ist die australische Niederlassung von Edison. Edison AU ist ein bevollmächtigter Vertreter (Corporate Authorised Representative, 1252501) von Myonlineadvisers Pty Ltd mit einer australischen Lizenz für Finanzdienstleistungen (Australian Financial Services Licence, Nummer: 427484). Diese Analyse wird in Australien von Edison AU herausgegeben und ist ausschließlich zur Nutzung durch Großkunden („Wholesale Clients“) im Sinne des Corporations Act 2001 of Australia bestimmt. Jegliche Ratschläge von Edison AU stellen lediglich allgemeine Ratschläge dar und berücksichtigen nicht Ihre persönlichen Verhältnisse, Bedürfnisse oder Ziele. Bevor Sie aufgrund dieser Ratschläge handeln, sollten Sie die Eignung der Ratschläge unter Berücksichtigung Ihrer Ziele, finanziellen Situation und Bedürfnisse prüfen. Falls sich unsere Ratschläge auf den Erwerb oder möglichen Erwerb eines bestimmten Finanzprodukts beziehen, sollten Sie die betreffende Produktinformation (Product Disclosure Statement) lesen.

Neuseeland

Das in diesem Dokument wiedergegebene Research ist für in Neuseeland ansässige professionelle Finanzberater oder -makler (zur Verwendung in ihrer Kapazität als Finanzberater oder -makler) und für erfahrene Investoren bestimmt, die Großkunden („Wholesale Clients“) im Sinne des Financial Advisers Act 2008 (FAA) (wie in Sections 5(c) (1)(a), (b) und (c) des FAA beschrieben) sind. Dies ist keine Aufforderung oder Veranlassung, die in diesem Dokument erwähnten oder thematisierten Wertpapiere zu kaufen, zu verkaufen, zu zeichnen oder zu garantieren. Für die Zwecke des FAA ist der Inhalt dieses Berichts allgemeiner Natur, ist lediglich als allgemeine Informationsquelle heranzuziehen und soll keine Empfehlung oder Meinung in Bezug auf den Erwerb oder die Veräußerung (oder den Verzicht auf Erwerb oder Veräußerung) von Wertpapieren darstellen. Der Vertrieb dieses Dokuments ist kein individueller Service („Personalised Service“) und ist in dem Umfang, in dem er Finanzberatung beinhaltet, lediglich ein von Edison im Sinne des FAA zur Verfügung gestellter klassenbezogener Service („Class Service“, d. h. die spezifische finanzielle Situation oder Anlageziele Einzelner werden dabei nicht berücksichtigt). Somit sollte sich niemand beim Treffen einer Investitionsentscheidung auf dieses Dokument verlassen.

Großbritannien

Dieses Dokument wurde von Edison zu Informationszwecken vorbereitet und zur Verfügung gestellt und ist nicht als Angebot oder Aufforderung zur Investition in die in diesem Dokument erwähnten oder thematisierten Wertpapiere zu verstehen. Als Marketingmitteilung gemäß den FCA-Regeln wurde dieses Dokument nicht entsprechend den rechtlichen Anforderungen zur Förderung der Unabhängigkeit von Investmentresearch erstellt und unterliegt keinem Verbot in Bezug auf Handel vor der Veröffentlichung von Investmentresearch.

Diese Kommunikation wird in Großbritannien verbreitet und richtet sich nur an (i) Personen, die über professionelle Erfahrung im Umgang mit Anlagen verfügen, d. h. Anlageexperten („Investment Professionals“) im Sinne des Article 19(5) der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, in der jeweils gültigen Fassung („FPO“), (ii) hochvermögende Gesellschaften, nicht eingetragene Vereine oder sonstige Einrichtungen im Sinne des Article 49 der FPO und (iii) Personen, an die sie anderweitig rechtmäßig verteilt werden darf. Die Anlage oder Anlagetätigkeit, auf die sich dieses Dokument bezieht, steht nur solchen Personen zur Verfügung. Dieses Dokument ist nicht zur Verbreitung oder Weitergabe, mittelbar oder unmittelbar, an andere Personengruppen gedacht und in jedem Fall und unter keinen Umständen sollten sich Personen einer anderen Beschreibung auf die Inhalte dieses Dokuments verlassen oder entsprechend handeln.

Diese Kommunikation wird Ihnen ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert werden durch, weiter verteilt werden an bzw. ganz oder teilweise veröffentlicht werden durch irgendeine andere Person.

Vereinigte Staaten

Das Investmentresearch ist eine Veröffentlichung, die in den Vereinigten Staaten von Edison Investment Research, Inc. verbreitet wird. Edison Investment Research, Inc. ist bei der Securities and Exchange Commission als Investmentberater eingetragen. Edison verlässt sich auf den Ausschluss für Veröffentlichlicher („Publishers' Exclusion“) nach der Definition von Investmentberatern („Investment Adviser“) gemäß Section 202(a) (11) des Investment Advisers Act von 1940 und den entsprechenden, in einzelnen Bundesstaaten geltenden Wertpapiergesetzen. Bei diesem Bericht handelt es sich um eine Bona-fide-Veröffentlichung mit allgemeiner und regelmäßiger Verbreitung, die unpersönliche, anlagebezogene Ratschläge enthält, die nicht auf ein bestimmtes Investmentportfolio oder die Bedürfnisse von bestehenden und/oder potenziellen Beziehern zugeschnitten sind. Somit bietet Edison keine individuelle Beratung an und das bereitgestellte Research dient ausschließlich Informationszwecken. Keine Erwähnung eines bestimmten Wertpapiers in diesem Bericht stellt eine Empfehlung zum Kauf, Verkauf oder Halten dieses oder eines anderen Wertpapiers dar und besagt auch nicht, dass sich ein bestimmtes Wertpapier, Wertpapierportfolio, eine Transaktion oder Investmentstrategie für eine bestimmte Person eignet.