

DIE AUFHOLJAGD



► **BANKAKTIEN** Die Aktien von Banken haben sich zuletzt sehr gut entwickelt. Die Langfristbilanz ist weiterhin negativ. Günstige Bewertungsrelationen sprechen dafür, dass die Aufholjagd weitergehen kann – sechs Aktien zum Mitverdienen

Wer von Osten nach Frankfurt kommt, dem fällt als Erstes die aus zwei Türmen bestehende Zentrale der Europäischen Zentralbank (EZB) auf. Hier im Osten wachen 2000 Mitarbeiter darüber, dass einige Kilometer weiter flussabwärts die Relationen zwischen Krediten und Eigenkapital nicht aus dem Ruder laufen, und das mit Härte.

„Die Banken mussten in den vergangenen 15 Jahren ihre Risikopositionen reduzieren und Eigenkapital auffüllen“, sagt etwa Hans-Peter Schupp, Manager bei der Fondsgesellschaft Fidecum (Interview Seite 32). Das strenge Regime fährt die EZB

seit 2008, als die Lehman-Krise auch in Europa die Banken in Serie purzeln ließ. Pleiten und Verstaatlichungen waren die Folge. Dem folgte die Schuldenkrise, die die Bankbilanzen weiter durchrüttelte. Bis heute sind die Auswirkungen an der Börse messbar, der Index für Banken aus dem Euroraum hat sich von dem Absturz noch nicht erholt. Einiges spricht aber dafür, dass die jüngsten Avancen, die eigentlich vor einem Jahr beim Anleihe-Crash begannen, nachhaltiger sein könnten. Es hat ein Wandel in der Branche stattgefunden hat: Nicht teure Übernahmen mit zweifelhaften Synergiechancen stehen im Vordergrund, sondern die Steigerung der Effizienz, sprich sinkende Kostenquoten.



Jonathan McMillan:

**Kapitalismus und
Marktwirtschaft**

Plassen Verlag,

208 S., 24,90 €, ISBN:

978-3-86470-943-2

In diesem bahnbrechenden Buch bietet ein Bankeninsider einen schonungslosen Blick hinter die Kulissen des Finanzsystems und liefert einen radikalen, aber durchdachten Reformvorschlag.

starke Stellung im Investmentbanking. Gerade im aktuellen Umfeld dürften die Erträge reichlich sprudeln.

Größtes Risiko dürften Kredite bei US-Gewerbeimmobilien sein. Hier hat die Bank im Abschluss 2023 aber schon umfangreich Rücklagen gebildet. Trotzdem stieg der Gewinn an. Für 2024 rechnen Analysten mit einem Zuwachs bei Ertrag und Dividende. Der bereinigte Buchwert pro Aktie liegt bei rund 27 Euro, die Eigenkapitalrendite kann auf acht Prozent steigen. Damit lassen sich Kursziele von über 20 Euro rechtfertigen, meinen etwa die Analysten von Goldman Sachs.

Tiefe Buchwerte, steigende Renditen

Eine ähnliche Entwicklung trauen die Analysten von Kepler Cheuvreux der **Commerzbank** zu. Das Kursziel liegt bei 19,50 Euro, 44 Prozent über dem aktuellen Kurs. Die Bank ist bei ihrer Restrukturierung mit einer Kostenquote um 61 Prozent vielleicht schon ein Stück weiter. Zudem hat die Commerzbank einen höheren Hebel im Zinsgeschäft. Die Gewinne sind deutlich angestiegen, trotz Sonderbelastungen in Polen. Die Tochter dort muss weiter umfangreiche Rückstellungen für Kredite in Schweizer Franken bilden. Das hat 2023 eine Milliarde gekostet und wird auch im laufenden Jahr belasten. Fällt die Belastung weg, springt der Ertrag noch weiter nach oben.

Fondsmanager Schupp findet zudem **Crédit Agricole** spannend. Die Bank ist das Spitzeninstitut einer Gruppe französischer Lokalbanken, vergleichbar mit der Raiffeisen-Gruppe. Mit Deckung aus der Provinz muss die Bank weniger Eigenkapital vorhalten, zahlt aber eine ordent-



Zudem hatten in den vergangenen Jahren tiefe beziehungsweise sogar negative Zinsen alle Kostensenkungsmaßnahmen ausgebremst. Heute können Banken im Zinsgeschäft wieder ordentliche Zinsmargen verdienen. Tiefere Kosten und höhere Zinseinnahmen geben der Branche eine neue Stabilität. Die Bewertungen der Aktien laufen trotz der Kursgewinne von rund einem Drittel im vergangenen Jahr noch weit hinterher.

BÖRSE ONLINE hat sechs Bankaktien ausgewählt, die tief bewertet sind und Verbesserungspotenzial bei Kosten und Ertrag haben. Experte Schupp favorisiert in seinem Fonds etwa **Deutsche Bank**. Der deutsche Branchenprimus hat mehr

als ein Jahrzehnt gebraucht, um sich von den Exzessen vor der Lehman-Krise zu erholen. Gleichzeitig bat die Bank die Aktionäre mehrmals zur Kasse, um die Verluste auszugleichen. Seit dem Amtsantritt von Christian Sewing im Jahr 2018 ist die Bank nun in ruhigeren Bahnen. Es gibt klare Vorgaben für die Kostenquoten. Und hier entsteht ein ziemlich großer Hebel. Die Bank zahlt wieder eine Dividende, die kontinuierlich ansteigen wird. Zudem gibt es Aktienrückkaufprogramme. Weil Deutsche Bank immer noch weit unter Buchwert gehandelt wird, sind aktive Rückkäufe mit Reduzierung der Aktienzahl massiv wertsteigernd für die Anteilseigner. Ein kleiner Joker ist hier zudem die recht

liche Dividende. Ein großer Teil der Gewinne geht auch in die Expansion. Das kann im aktuellen Zinsumfeld sicherlich einen ordentlichen Hebel bringen. Mit Eigenkapitalrenditen um zehn Prozent könnte sich die Aktie ihrem Buchwert von rund 20 Euro pro Anteilschein annähern.

Im Gegensatz zum profitablen Wettbewerber ist **Société Générale** erst seit verganginem Jahr so richtig in der Restrukturierungsphase. Das neue Management hat im vergangenen Herbst einen Plan vorgelegt, der am Ende der Bank eine Eigenkapitalrendite Richtung zehn Prozent bringen kann. Die Umsetzung ist auf gutem Weg, wie jüngste Verkäufe von nicht benötigten Geschäftsbereichen belegen. Was im Moment günstig auf die Eigenkapitalquote wirkt, belastet noch den Ertrag. 2024 wird ein Übergangsjahr mit Verbesserungen im zweiten Halbjahr. Mit tieferen Kosten müsste es dann 2025 bei den Erträgen richtig nach oben gehen. Weil die Aktie noch sehr weit unter Buchwert notiert, hat sie wohl eines der größten Aufholpotenziale in der Branche.

**Zentrale der Deutschen Bank:
Der Finanzkonzern will
seine Kosten weiter senken**

Auch **Barclays** schlägt sich an der Börse unter Wert. Und die britische Bank hat sehr viel Substanz. Die soll nun den Aktionären zugutekommen. In den kommenden drei Jahren will Barclays über Dividenden und Aktienrückkäufe rund 40 Prozent des Börsenwerts an die Aktionäre zurückgeben. Gleichwohl deuten die Umsatzziele darauf hin, dass das nicht zulasten des Geschäfts gehen wird. Die Bewertung der Aktie erscheint so niedrig, dass sich mit Start großer Rückkäufe der Bewertungsabschlag abbauen sollte.

Die kleine **Procredit Holding** nimmt hier im Konzert der Großen eine Sonderrolle ein. Gleichwohl gelten die gleichen Muster. Die Bank hat in den vergangenen Jahren das Geschäft auf Südosteuropa fokussiert. Der Umbau ging einher mit einer



HANS-PETER SCHUPP
Manager des Fidecum Contrarian Value Euroland Fonds

„Mehr Geld an die Aktionäre“

Nach langer Restrukturierung sind die Bilanzen der Banken saniert, die Erträge sprudeln. Im Gespräch mit BÖRSE ONLINE verrät Hans-Peter Schupp seine Favoriten

BÖRSE ONLINE: Herr Schupp, Bankaktien gehören zu den großen Gewinnern der vergangenen Quartale. Worauf führen Sie das zurück?

Peter Schupp: Es gibt nicht nur einen Grund, es ist vielmehr eine Kombination aus verschiedenen Punkten, die hier zusammengekommen sind. Da ist zum Ersten einmal die tiefe Bewertung. Nach einer langen Zeit mit zahlreichen Krisen handelten die Bankaktien weit unter ihrem Buchwert. Sie waren also analytisch preiswert.

Das war aber angesichts der tiefen Eigenkapitalquoten gerechtfertigt ...

Das stimmt, aber hier hat sich in den vergangenen Jahren vieles getan. In der Finanz- und Immobilienkrise scheiterten ja einige große Häuser. Die anderen mussten sich einem von den Zentralbanken und Aufsichtsbehörden auferlegten Stabilitätsprogramm unterziehen. Die letzten Stresstests haben gezeigt, dass selbst frühere Problembanken wie etwa Unicredit aus Italien heute ziemlich widerstandsfähig geworden sind. Wenn nun die Risiken hoher Verluste geringer sind, müsste der Marktwert des Eigenkapitals eigentlich zulegen.

Haben Sie hier eine Kennzahl, die Ihre Einschätzung belegt?

Die Kernkapitalquote, das ist das Eigenkapital, mit dem Banken das risikobehaftete

Vermögen unterlegen müssen, hat sich in den vergangenen 15 Jahren verdoppelt. Die Banken haben zum einen Risikopositionen abgebaut und Gewinne zu einem hohen Anteil in die Rücklagen gesteckt. Und hieraus entsteht nun das Potenzial in den kommenden Jahren.

Was meinen Sie genau?

Wenn die Banken ihre Eigenkapitalkonten aufgefüllt haben, können sie einen höheren Anteil des Gewinns anders verwenden. Da gibt es zwei Möglichkeiten. Entweder geht ein höherer Anteil an die Aktionäre, etwa über Dividenden und Aktienrückkäufe, oder das Geschäft wird ausgeweitet. Weil wohl alle Banken bei teuren Zukäufen auf die Nase gefallen sind, glaube ich, dass mehr Geld an die Aktionäre gehen wird und Zukäufe eher seltener stattfinden werden.

umfangreichen Digitalisierungsinitiative, einer Verschlinkung der Strukturen. Gerade als sich die ersten Früchte zeigten, griff Russland die Ukraine an. Weil Procredit dort umfangreiche Aktivitäten hat, mussten Kredite wertberichtigt werden. Die Ukraine-Lasten drückten den Gewinn Richtung der Nulllinie. Gleichwohl hatten sich die anderen Regionen gut entwickelt. Nachdem sich die Geschäfte in der Ukraine stabilisierten, zeigt sich 2023 der Erfolg des Umbaus. Der Gewinn vervielfachte sich. Die Aktionäre erhalten eine

Dividende von 64 Cent. Procredit schaffte eine Eigenkapitalrendite von zwölf Prozent. Der Kurs war beim Ausbruch des Kriegs tief gefallen, hat sich sukzessive erholt. Heute allerdings notiert die Aktie immer noch tiefer als vor dem Umbau, die Bank verdient aber deutlich mehr. Weil 2024 und die Folgejahre weiter zweistellige Eigenkapitalrenditen versprechen, baut sich ein hohes Aufholpotenzial auf, das etwa die Analysten von Warburg Research mit einem Kursziel von 20 Euro bei mehr als 100 Prozent verorten. JÖRG LANG

KAUFEN SECHS BANKAKTIEN MIT HOHEM BUCHWERTABSCHLAG

Aktie	WKN	Börsenwert in Mrd. €	KGW 2025e	Dividenden- rendite in %	Kurs in €	Kursziel in €	Stoppkurs in €
Barclays	850403	32,4	4,8	4,9	2,21	3,00	1,45
Commerzbank	CBK100	16,0	5,9	4,4	13,48	17,00	8,50
Crédit Agricole	982285	39,3	7,4	7,4	14,25	19,50	9,50
Deutsche Bank	514000	30	5,8	4,3	15,05	20,00	9,50
Procredit Holding	622340	0,514	4,1	7,6	8,74	13,00	5,40
Société Générale	873403	17,5	4,7	3,7	25,02	35,00	19,80

Stand: 22.04.2024; Quelle: BO Data

Bessere Bilanz und tiefe Bewertung sind zwei Punkte. Entscheidend ist aber, was unterm Strich rauskommt. Wie beurteilen Sie die Ertragschancen der Banken?

Wir sehen hier zwei Entwicklungen. Eigentlich haben sich alle Häuser Kostenziele gesteckt und die auch kommuniziert, die weit unter dem liegen, was im Schnitt der vergangenen Jahre erreicht wurde, und die auch tiefer liegen, als die Branche noch dick verdient hatte. Dieser Kostenzug fährt weiter, die Effizienz wird zunehmen.

Und die Einnahmenseite? Es wird ja nun wieder mit Zinssenkungen gerechnet, was die Banken belasten würde?

Es ist doch ziemlich erstaunlich, wie sich die Banken durch Null- und Minuszinsphase manövrierten und teilweise schon ordentlich verdient haben. Nun gibt es wieder Zinsen. Das heißt, eine Bank verdient schon durch Einlagen bei der EZB eine absolute Zinsmarge. Bei gleichzeitig fallenden Kosten ist das schon ein gewaltiger Hebel. Und ob die Zinsen wirklich stark fallen werden, muss sich zudem noch zeigen.

Auf welche Bankaktien setzen Sie in ihrem Fonds?

Unser Contrarian-Ansatz ist stark bewertungsorientiert. Wir haben die Trendwende bei Banken mitgemacht, einige Titel wegen höherer Buchwertrelationen aber schon wieder verkauft. Im Moment favorisieren wir Deutsche Bank und Crédit Agricole. Beide handeln noch mit hohem Buchwertabschlag. Bei Deutsche Bank vermuten wir weiteres Verbesserungspotenzial. Zudem hat die Bank auch einen Hebel beim Investmentbanking, das angesichts der Börsenlage gut laufen müsste.

Und was reizt Sie an Crédit Agricole?

Die Bank ist so was wie das Spitzeninstitut französischer Volksbanken, vergleichbar mit DZ Bank in Deutschland. Die Eigenkapitalstärke der tragenden Banken in den Regionen ermöglicht es dem Spitzeninstitut, mit einer geringeren Eigenkapitalquote auszukommen. Das bringt im aktuellen Umfeld einen hohen Hebel bei den Erträgen. Gleichwohl handelt die Aktie nur zum halben Buchwert.

Gesunde Anlagen

» Mit Discount-Call-Optionsscheinen auf den Health Care Select Sector SPDR® Fund



... Jetzt weiterlesen