

PK Assets

Banken-Bonitäten

...wieder a jour?

www.pkassets.ch/marktanalysen

PK Assets AG Eggirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen
+41 (0)44 787 80 20 www.pkassets.ch

Die Solidität der Banken ist **entscheidend**, ob aus der nächsten **Rezession** eine **Finanzkrise** wird oder nicht.

Wir haben **43 Banken** ausgewählt und analysiert, analog zu den 185 Unternehmen in der Präsentation «*Corporate Bonds & das Ende von Easy Money*» (Siehe unsere Webseite).

Wir haben die 43 Banken **in 8 Länder/Regionen** aufgeteilt hat, weil sich gezeigt hat, dass die Resultate innerhalb der Regionen erstaunlich **homogen** sind

Wir stellen uns folgende **Fragen**

- Wachsen die Banken?
- Wachsen sie profitabel?
- Schauen die Banken auf eine stärkere Kapitalisierung?
- Bestehen Probleme bezüglich Goodwill und nicht gedeckten NPA (Non Performing Assets)?
- Verbessert sich der Risk/Reward von Margen und Leverage?
- Was meint der Markt?

Wir versuchen so, die **Stärken und Schwächen** der Banken **transparent** zu machen.

Ein wichtiger Aspekt der Banken-Bonität ist der **Länderfaktor**, und dabei insbesondere die Länderbonität. Wir werden auf die Aspekte unserer **PKAssets Länderbonität** gelegentlich vertieft eingehen

Als **Fazit** steht eine Einschätzung zur **Bonität** von allen 8 Ländergruppen, mit einigen **Überraschungen** und auch einigem Anlass zur **Sorge**

Interessieren Sie Resultate zu den einzelnen Banken? Kontaktieren Sie uns

Credo: Wir wollen Umfälle vermeiden. Bonitätstrends von Unternehmen können drehen, aber in aller Regel passiert dies graduell. Wir favorisieren Emittenten mit intakten Bonitätstrends, in der Hoffnung, über genügend Zeit zu verführen zu reagieren, wenn der Trend ändert

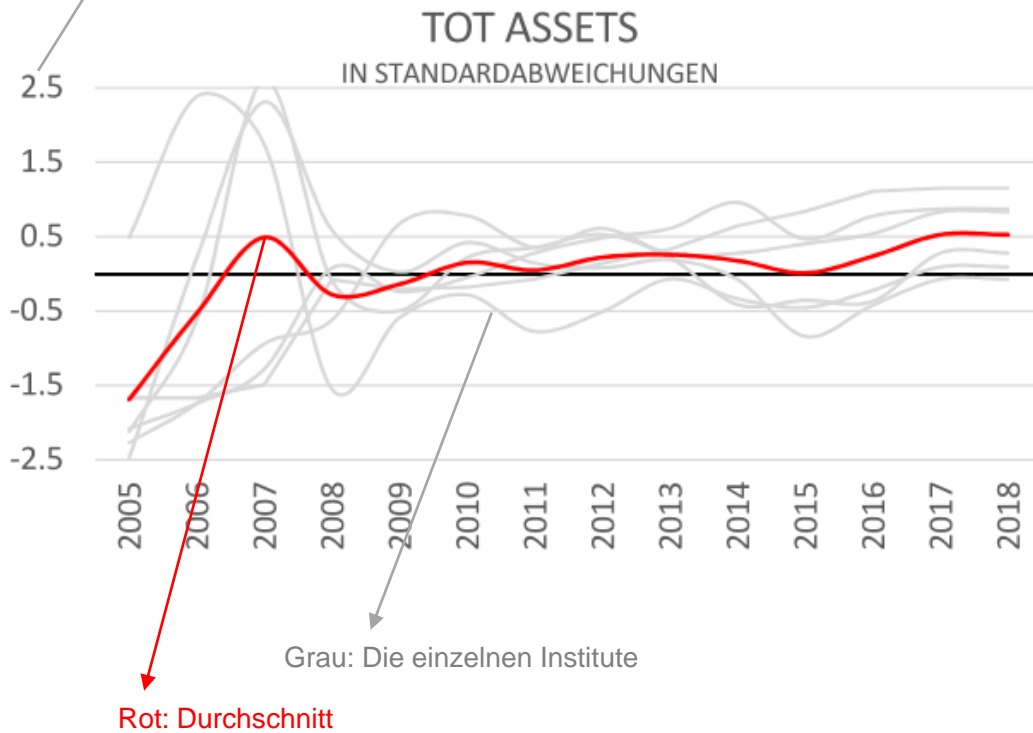
Fokus USA / Kerneuropa / CH

1. Worauf wir schauen

2. Ergebnisse

Bsp.:

(Wo deklariert) Darstellung in Standardabweichungen zwecks Fokus auf den Trend und auf Vergleichbarkeit von Instituten innerhalb der Region



US Banken-Sample:

Bank of America, Citigroup, JPMorgan, Morgan Stanley, Wells Fargo, Goldman Sachs

Kerneuropa Banken-Sample:

Deutsche Bank, Commerzbank, BNP Paribas, Credit Agricole, Societe Generale, ING, Rabobank

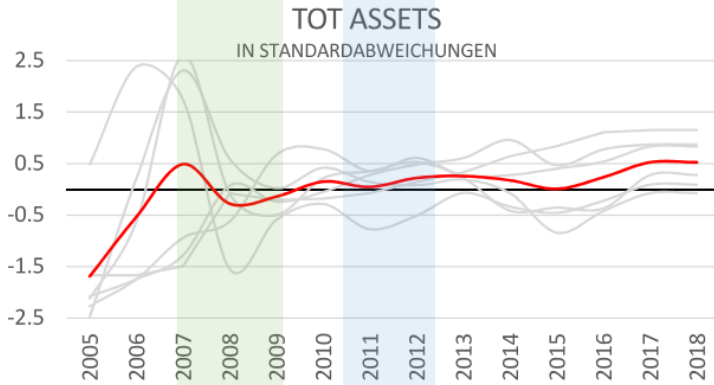
CH Banken-Sample:

CS, UBS

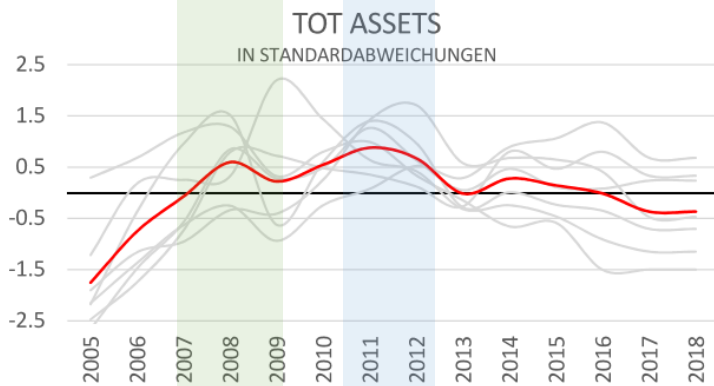
Wachsen die Banken?

A) Bilanzsummen

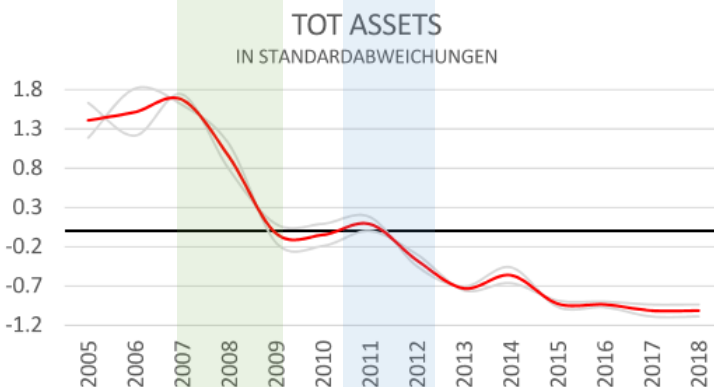
USA



Kerneuropa



CH



Nur US-Banken wachsen, Europa/CH-Banken schrumpfen

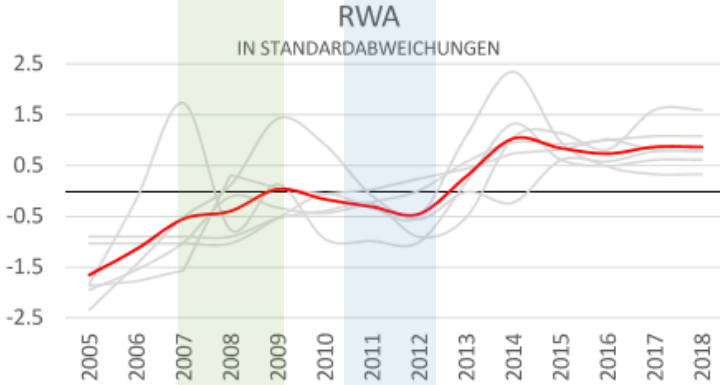
- Die **US-Banken** sind so gross wie nie zuvor, und scheinen weiter zu wachsen, auch wenn das Wachstumstempo der Bilanzsumme aktuell nicht hoch ist
- Die Banken in **Kerneuropa** sind am schrumpfen, und zwar seit der Eurokrise, ohne den Schrumpfungsprozess anzuhalten
- Am drastischen ist der Schrumpfungstrend in der **Schweiz** (UBS & CS), beides mal beschleunigt in den zwei Krisen

Aber die Bilanzsumme ist kaum ein geeignetes Mass für die Grösse, denn der Aspekt des Risikograds der Anlagen wird ausgeklammert; wie steht es mit den risikogewichteten Assets?

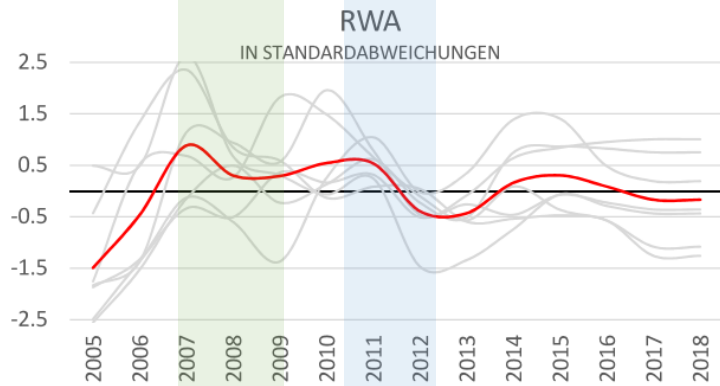
Wachsen die Banken?

B) Risikogewichtete Assets

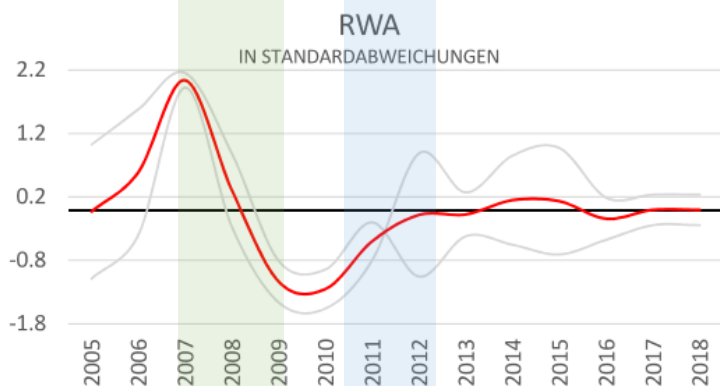
USA



Kerneuropa



CH



Risikoexposition hoch in USA, moderater in Europa/CH

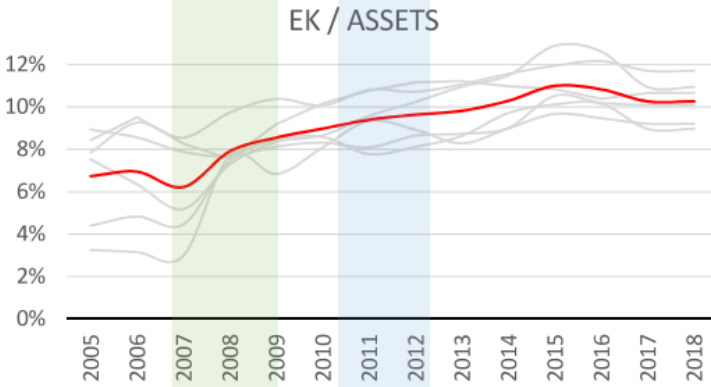
- Die **US-Banken** haben nach der Eurokrise die RWA aggressiver erhöht als die Bilanzsumme per se, d.h. sie haben Risiko aufgebaut und dieses seither auf einem hohen Stand belassen
- **Kerneuropa-Banken** haben die RWA nach der Finanzkrise in einem engen Bande oszilliert, sie sind nicht weiter gewachsen
- Die **CH-Banken** haben zwischen den Krisen zum Wachstum zurück gefunden, welches aber in der Eurokrise nachhaltig gedämpft wurde

RWA: Die Risikogewichtung der Aktiva stellt eines der Kernelemente innerhalb der Regulierung von Basel II dar, welches die Ermittlung der mit Eigenmitteln zu unterlegenden risikogewichteten Aktiva durch Multiplikation von Risikogewicht und Positionsvolumen ermöglicht.

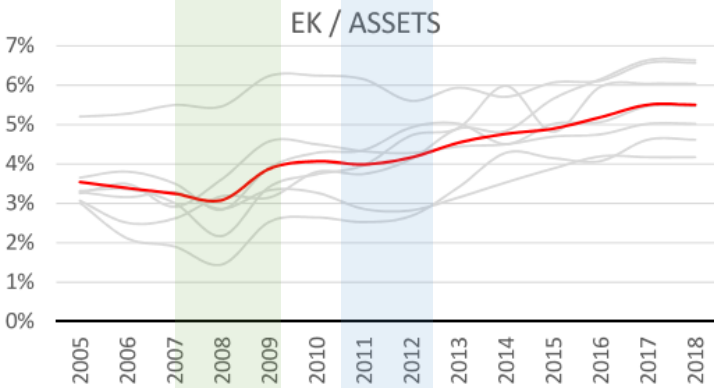
Steigt die Eigenkapital-Quote?

A) Total Equity / Total Assets

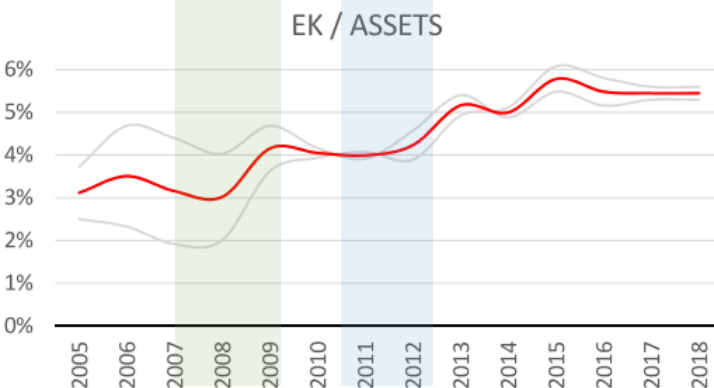
USA



Kerneuropa



CH



Eigenkapitalisierung gestiegen

USA:

- Positiv: Die höchste EK-Quote mit 10.3%
- Negativ: Abflachender Trend

Kerneuropa/CH:

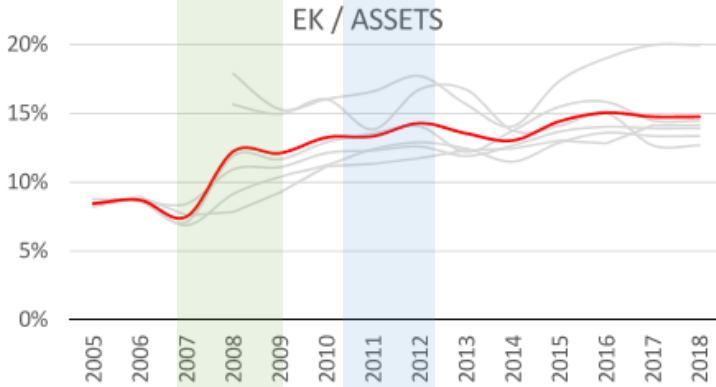
- Positiv: Aufwärtstrend
- Negativ: Optisch tiefe Rate mit 5.5% (5.4% im Falle der CH)

Wiederum: Diese Kalkulation hat den Nachteil, dass der Risikogehalt der Aktiva nicht berücksichtigt wird

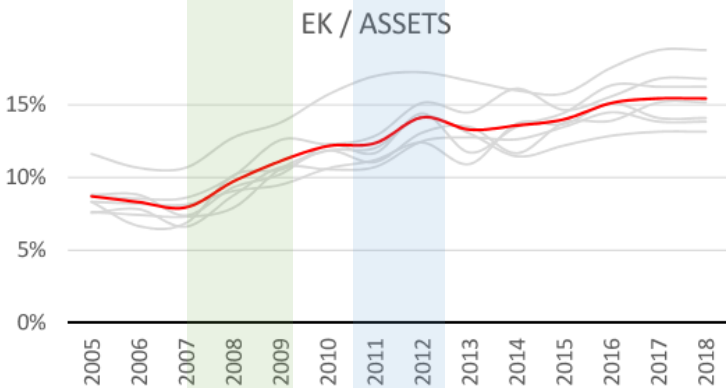
Steigt die Eigenkapital-Quote?

B) Tier 1 Capital vs. RWA

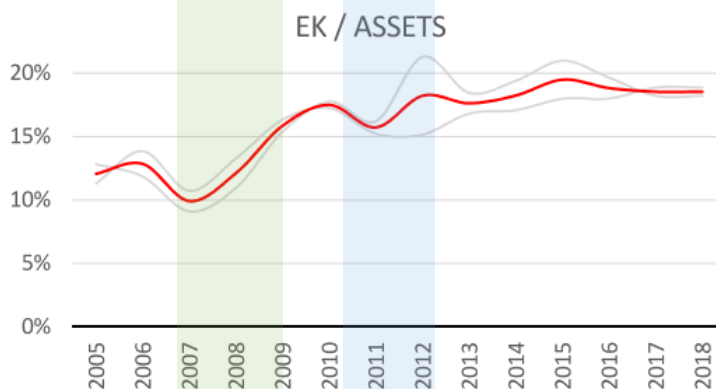
USA



Kerneuropa



CH



Auch risiko-gewichtet:
Eigenkapitalisierung steigt

Während der Subprime-Krise ist diese risikogewichtete Eigenkapitalisierung auf einstellige Werte gefallen und dann mit den diversen Basel-Richtlinien auf höhere Niveaus gehievt worden.

USA:

- Hoher historischer Stand der Basel III-Zahlen
- Im Quervergleich tiefster Wert mit 14.8%

Kerneuropa:

- Aufwärtstrend auf ein Niveau, das identisch ist mit demjenigen der USA

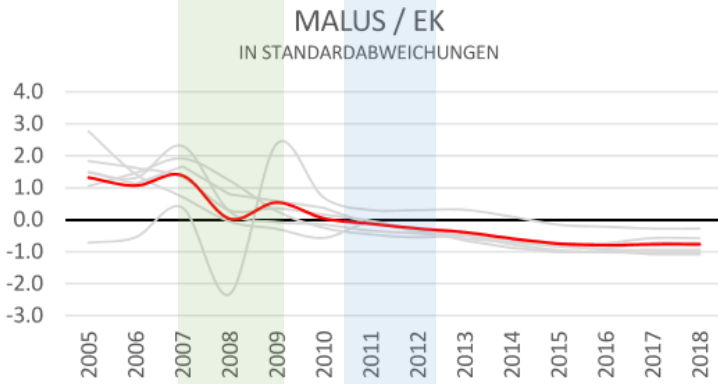
CH:

- Swiss Finish mit aktueller Rate von 18.5%, allerdings in letzten Jahren keine Verbesserung mehr

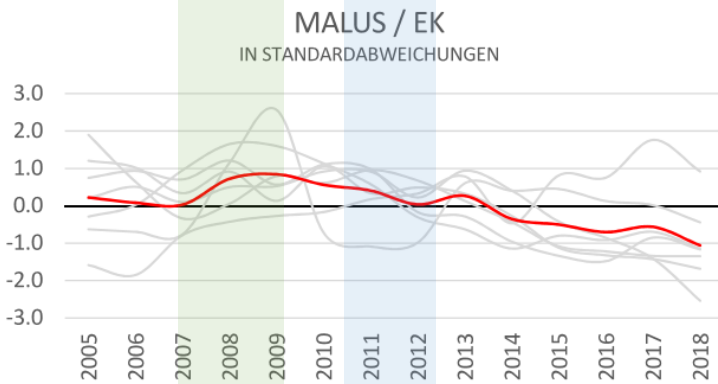
Tier1 Capital Ratio ist einer der Schwerpunkte der Basel II/III/IV-Regulierungen. Eine weitere Erhöhung ist aktuell nicht der Fokus der Diskussion im Rahmen der Regulierung, sondern die Berechnungs-Methode der RWA

Gibt es Probleme mit Goodwill oder Non Performing Assets?

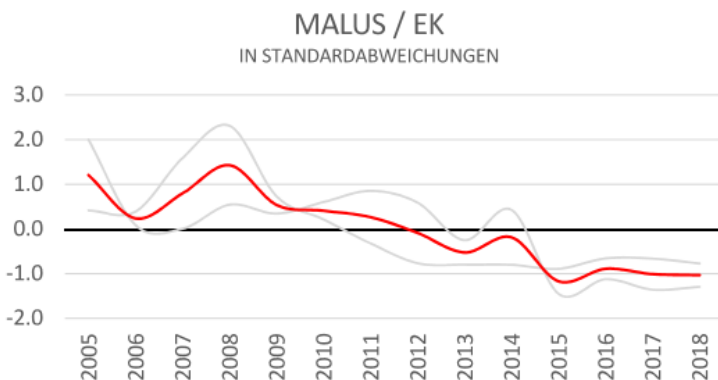
USA



Kerneuropa



CH



Entschärft, aber nicht verschwunden

Nicht gedeckte NPA und Goodwill ziehen wir als Malus ab vom Eigenkapital. Wieviel ist vorhanden?

Im Rahmen dieser drei Samples sind **Non Performing Assets** eher ein Problem Kerneuropas, und auch hier nur von wenigen Instituten, **Goodwill** ist ein generelles Problem, v.a. aber in den USA

Der **Goodwill**-Anteil am Eigenkapital ist pro Region aktuell im Durchschnitt der Instituten wie folgt:

- USA: 13.5%
- Kerneuropa: 7.7%
- CH: 11.6%

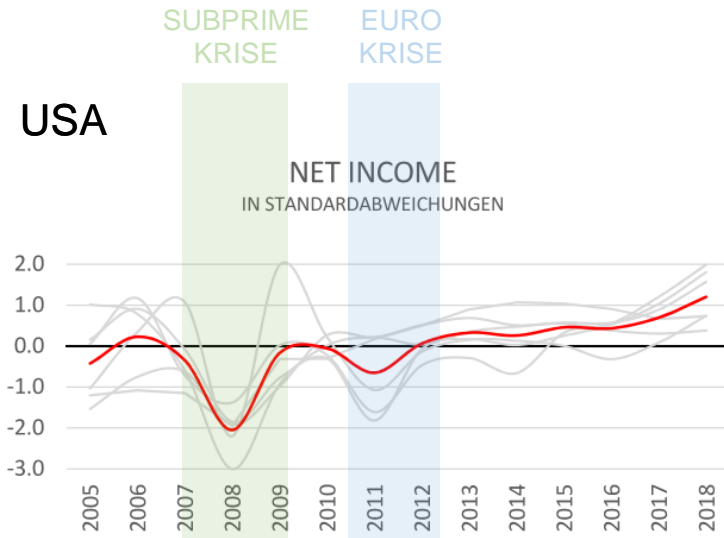
Der **Non Performing Asset** (Nach Rückstellungen)-Anteil am Eigenkapital ist pro Region aktuell im Durchschnitt der Instituten wie folgt:

- USA: 0%
- Kerneuropa: 4.6%
- CH: 1.6%

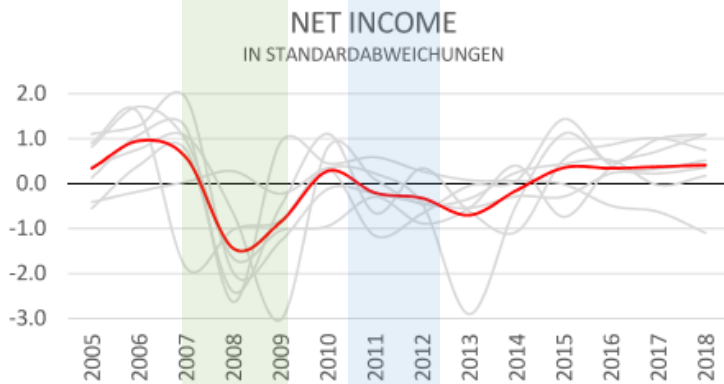
NPA: Wir unterstellen bei den Non Performing Assets einen Recovery von 25%

Malus = NPA netto plus Goodwill pro Eigenkapital

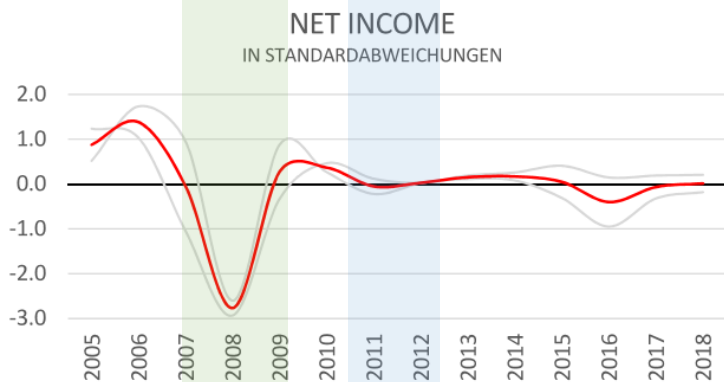
USA



Kerneuropa



CH



Nur USA-Gewinne
steigen, kaum
Gewinnwachstum in
Kerneuropa/CH

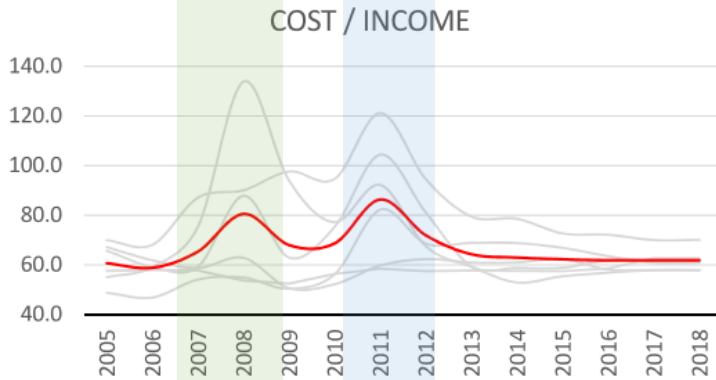
- Die Gewinne der **US-Institute** wachsen dynamisch
- Die Banken in **Kerneuropa** haben sich erholt, aber das Gewinnwachstum ist eingeschlafen
- Null Gewinn-Dynamik in der **CH**

Zum Free Cash Flow: Enttäuschende, fallende Entwicklung in USA und CH, verbessert in Kerneuropa

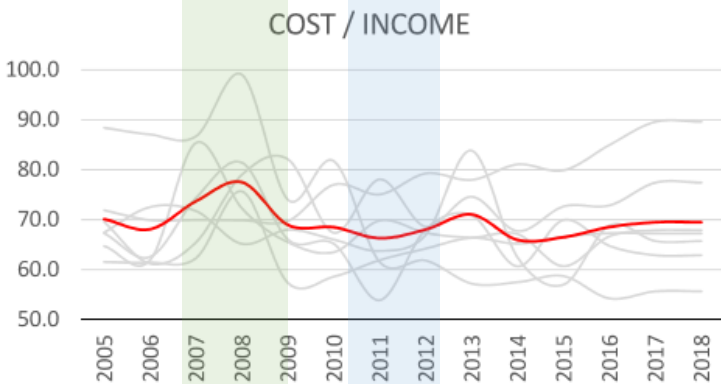
Haben die Banken die Kosten im Griff?

Cost / Income

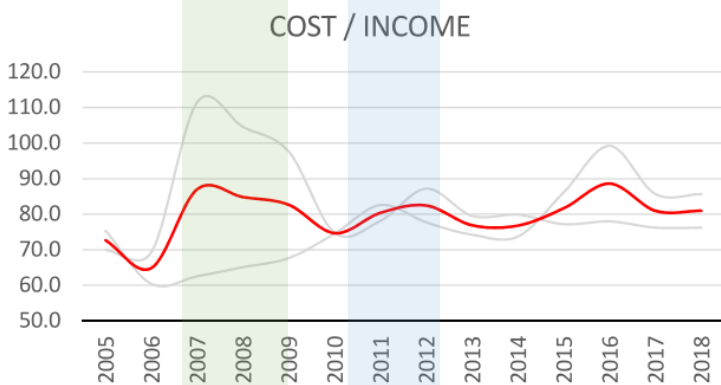
USA



Kerneuropa



CH



Effizienzprobleme in Europa, USA ist hier viel weiter

- Die Banken haben einen unterschiedlichen Business-Mix, und das Geschäft variiert auch von Region zu Region. Wir schauen deshalb nicht auf die Höhe sondern auf die Trends
- Die **US-Banken** sind nach schweren Verwerfungen jetzt wieder so effizient wie vor der Krise
- Die Institute in **Kerneuropa** sind komplett unterschiedlich unterwegs, im Schnitt hat sich keine Verbesserung, hin und da sogar eine Verschlechterung ergeben
- Auch bei den beiden **CH-Banken** sind kaum Verbesserungen ersichtlich

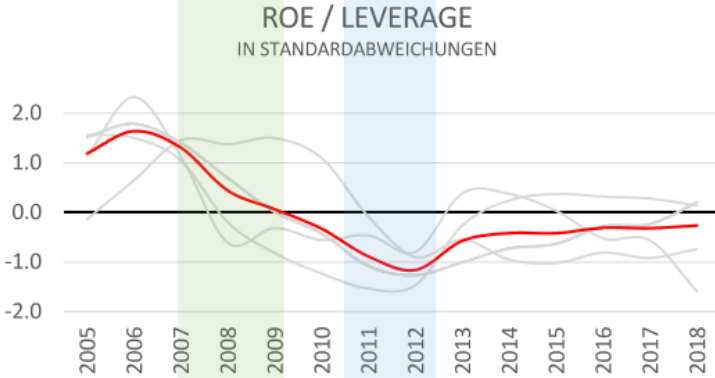
Cost/Income: Je geringer der Wert des Aufwand-Ertrag-Verhältnisses ist, desto effizienter wirtschaftet die Bank. Die Kennzahl sagt aus, wie viel Cent notwendig sind, um einen Euro Rohertrag (Zins- und Provisionsüberschuss) zu generieren.

Unsere Bonität-Indikatoren:

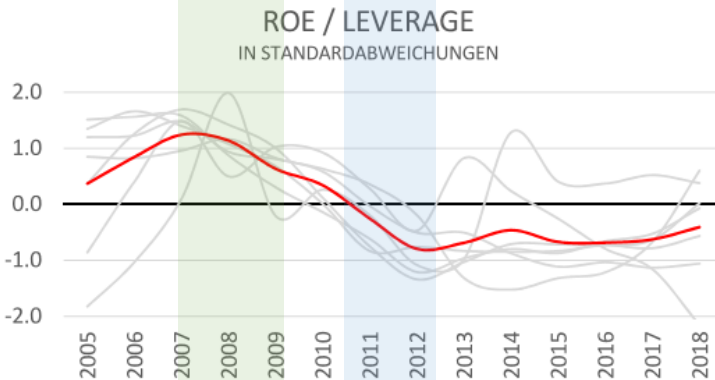
Ertrag und Risiko:

A) ROE / Leverage

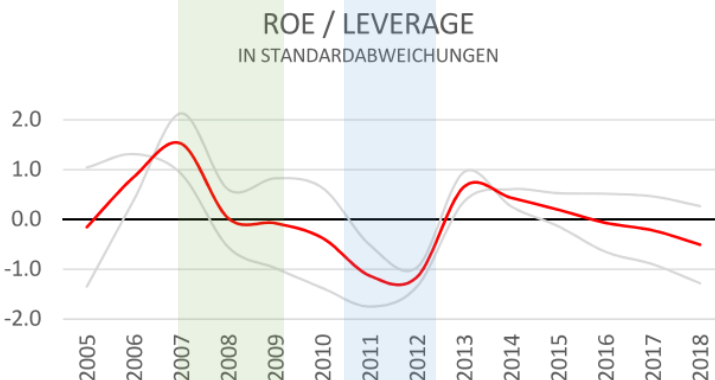
USA



Kerneuropa



CH



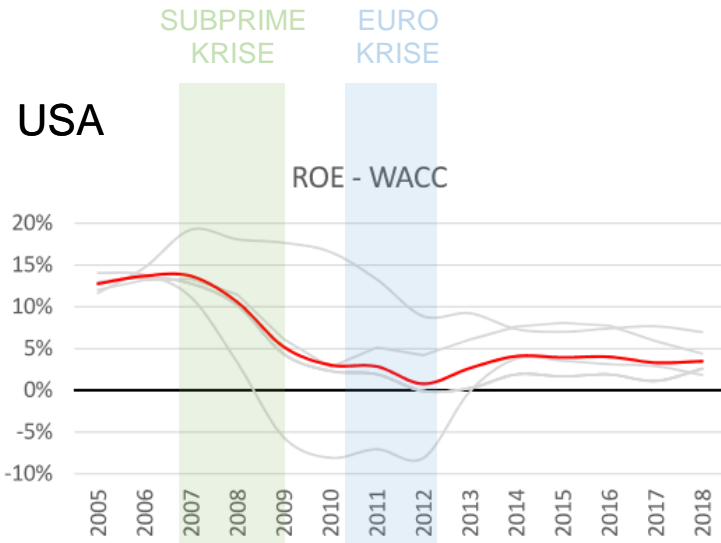
Tiefe, unattraktive risikoadj.

Profirate, überall

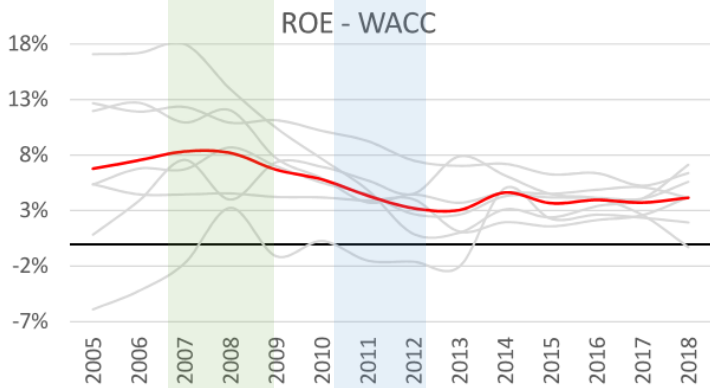
- ROE/Leverage ist ein risikoadjustierte Rendite auf dem Eigenkapital...
- ...beinhaltet also eine zentrale Bilanz- und Erfolgsrechnungs-Komponente
- Mit den zwei Krisen ist der Trade Off von Risiko und Ertrag ungünstiger geworden und er hat sich durch die gute Konjunktur der letzten Jahre nur geringfügig erholt
- Es gibt in jeder Region eine Reihe von Banken, deren risikoadjustierte EK-Rendite sich massiv verschlechtert hat

Risikoadj. Rendite: Wir vergleichen/skalieren die Eigenkapitalrendite ROE mit dem operativen Leverage (Net Debt/EBIT)

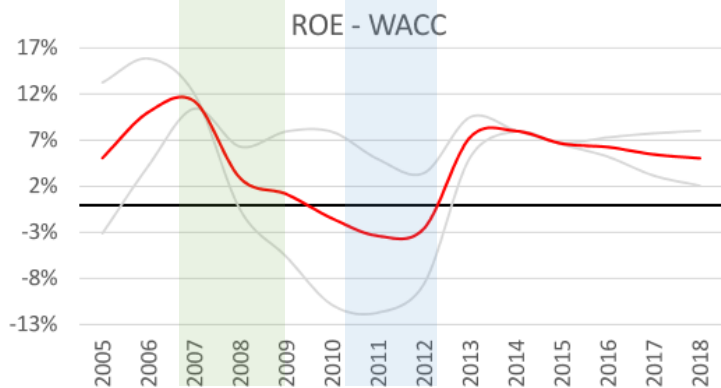
USA



Kerneuropa



CH



Bescheidene Rendite, 2007 ist noch fern

- Vergleicht man die Eigenkapitalrendite mit den gewichteten Kapitalkosten, dann fällt auf, dass die Niveaus in den USA und Kerneuropa nahe des Tiefwertes verharren
- Trotz mehreren Jahren guter Konjunktur ist der Mix von Ertrag und Risiko nicht besser geworden
- D.h. die Banken haben es mindestens zum Teil verpasst, in guten Zeiten den Business Mix auf attraktive Felder zu lenken

Weighted Average Cost of Capital (WACC) is a calculation of a firm's cost of capital in which each category of capital is proportionately weighted. All capital sources - common stock, preferred stock, bonds and any other long-term debt - are included in a WACC calculation. All else equal, the WACC of a firm increases as the beta and rate of return on equity increases, as an increase in WACC notes a decrease in valuation and a higher risk.

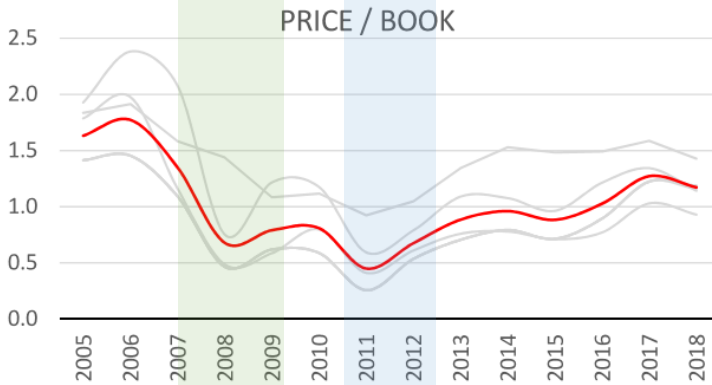
The WACC equation is the cost of each capital component multiplied by its proportional weight and then summed. Broadly speaking, a company's assets are financed by either debt or equity. WACC is the average of the costs of these sources of financing, each of which is weighted by its respective use in the given situation. By taking a weighted average, we can see how much interest the company has to pay for every dollar it finances.

Unsere Bonität-Indikatoren:

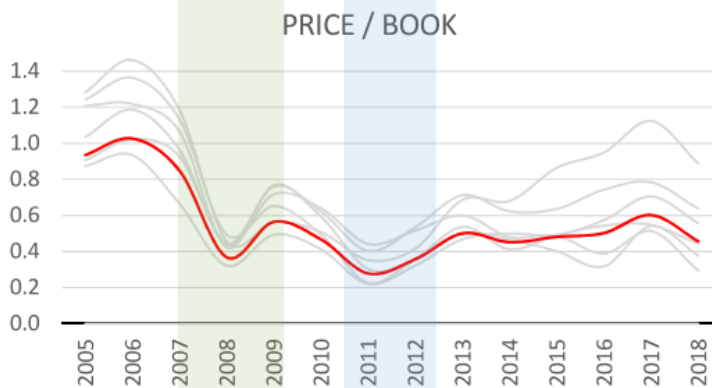
Glaubt der Markt an die Banken?

Price / Book

USA



Kerneuropa



CH



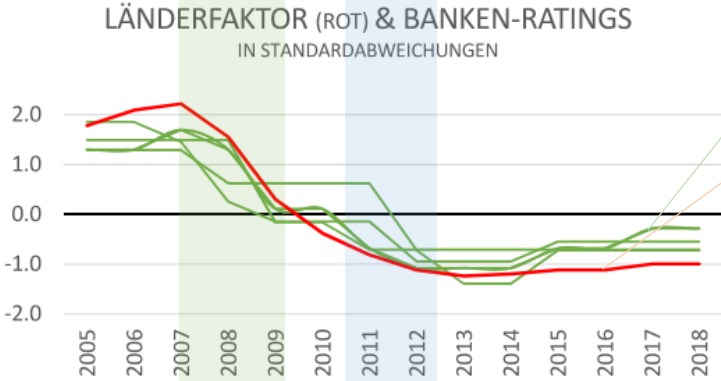
Grosse Vorbehalte bei Europa-Banken, USA/CH über Pari

- Der Quotient ist im Falle Kerneuropas deutlich unter 1 und zwar aktuell bei allen Instituten im Sample
- Die US-Firmen handeln im Schnitt über 1, die CH-Banken bei fast 1
- Trotzdem, dass die ROE./WACC bei allen Instituten gering sind, haben die US-Banken ein Agio im Markt

Tobinsches Q ist eine betriebswirtschaftliche Kennzahl zur Unternehmensbewertung. Ein Wert kleiner 1 zeigt eine Unterbewertung, ein Wert größer 1 eine Überbewertung an.

Das Tobinsche Q wird ermittelt, indem man den Marktwert eines Unternehmens (Börsenwert plus Verbindlichkeiten) durch die Wiederbeschaffungskosten aller Vermögensgegenstände Wenn diese Kennzahl größer als 1 ist, bedeutet dies, dass das Unternehmen an der Börse zu einem höheren Wert gehandelt wird als die Summe seines Vermögens beträgt. Dieser Mehrwert kann dadurch erreicht werden, dass ein Unternehmen größere Erträge erwirtschaftet, als auf Grund der Vermögenswerte erwartet werden konnte. Ein Q kleiner als 1 würde dagegen bedeuten, dass das Unternehmen „unter Wert“ gehandelt wird.

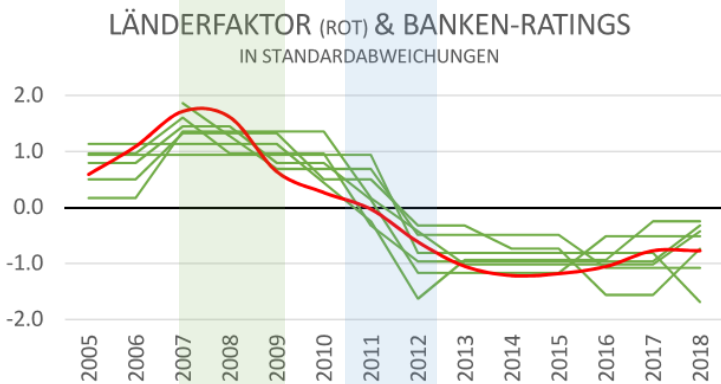
USA



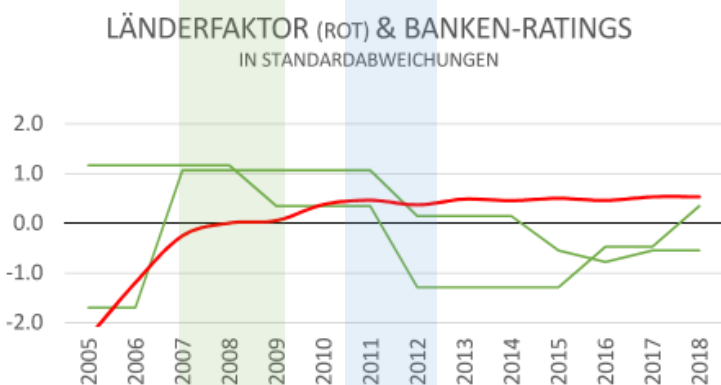
Moody's Ratings der Banken

Länder-Bonität gemäss PKAssets

Kerneuropa



CH



Überragende Wichtigkeit in vielen Ländern, bei anderen wie CH etwas weniger dominant

- «Keine gesunde Banken in kranken Ländern»
- In vielen Fällen ist die Konjunktur und die Länderbonität bestimmend für das Rating der Banken
- Es wäre fahrlässig, diesen Aspekt nicht gebührend zu würdigen
- Unser Länderfaktor besteht aus Länderbonität, Zinskurve und Länder-Rating

Die Länderbonität gemäss PKAssets umfasst folgende Bausteine:

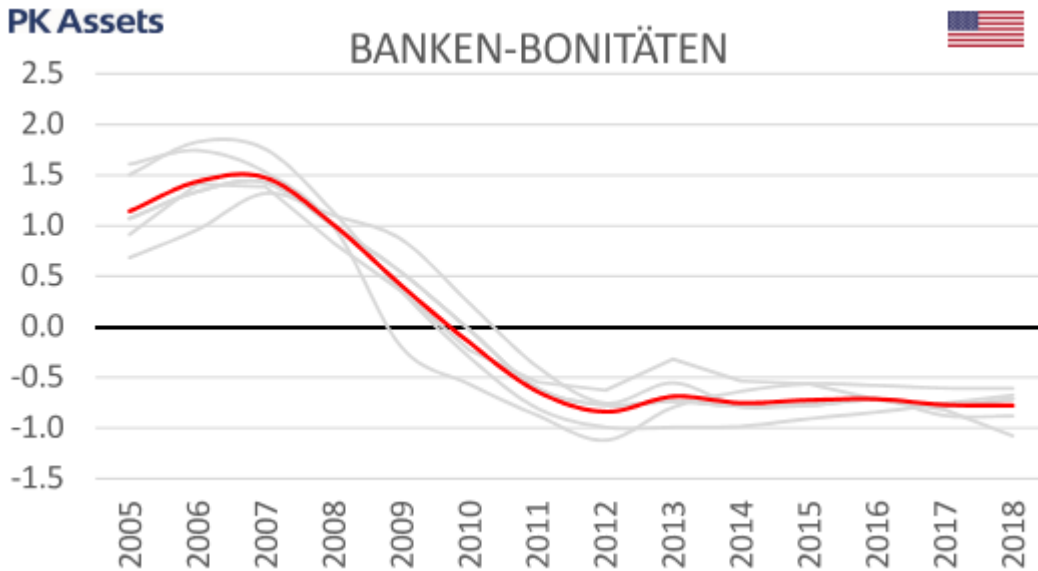
- Verschuldung
- Wachstum
- Budget
- Leverage
- Pro Kopf BIP
- Sparen/Investieren
- Arbeitslosigkeit
- Politisches Risiko
- Bevölkerungswachstum
- Leistungsbilanz
- Faule Kredite
- Externe Schulden
- Devisenreserven
- Terms Of Trade

Fokus USA / Kerneuropa / CH

1. Worauf wir schauen

2. Resultate

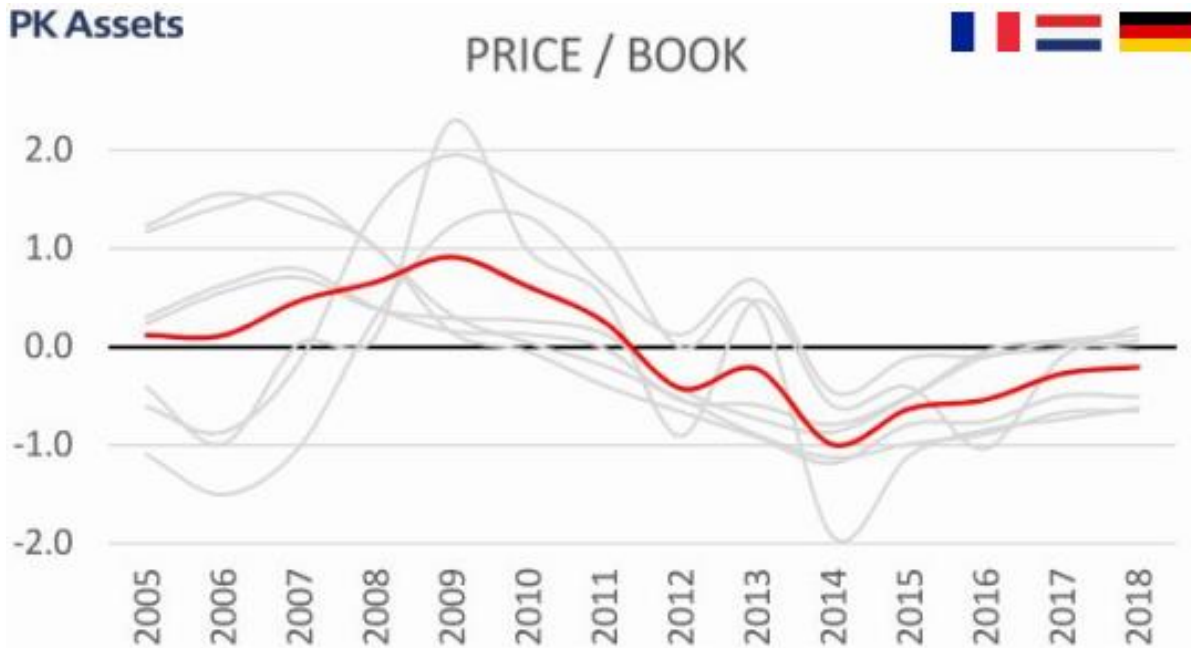
USA:
Bonität
erstaunlich tief!



Trotz hoher Gewinne:

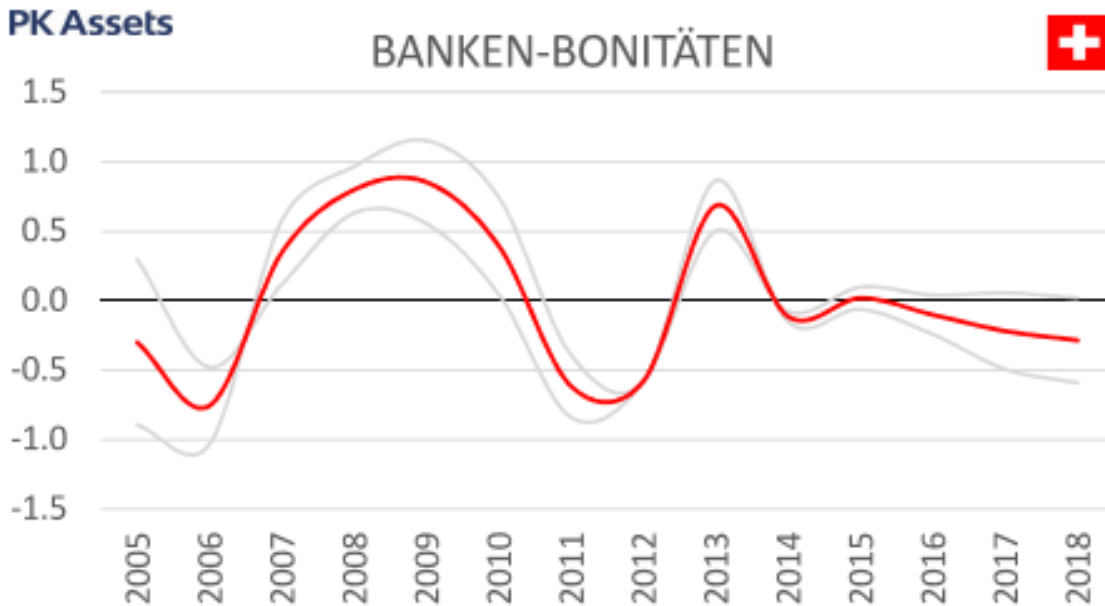
- Hohes Bilanzwachstum aber auch hohe Risiko-Exposures
- Wachstum der Eigenkapitalisierung verlangsamt, der Bilanzleverage wurde in den letzten 2 Jahren nicht mehr verbessert
- Free Cash Flow im Gegensatz zu den Nettogewinnen sehr tief und fallend!
- Risiko/Reward unattraktiv
- Tobin > 1, aber nicht viel höher
- Signifikante Goodwill-Positionen
- Stark verbessertes Cost/Income
- Erstaunlich kompakte Resultate innerhalb der Region!
- **Stabile Bonität auf tiefem Niveau**

Kerneuropa: Banken heilen ...schnell genug?



Es geht wieder aufwärts, aber...:

- Die Banken sind nach wie vor im Schrumpfungsprozess
- Wachstum der Eigenkapitalisierung intakt, der Bilanzleverage wurde in den letzten 2 Jahren reduziert
- Gewinne ansprechend, in aller Regel positiv, die Mehrheit der Institute im Sample ist FCF-Positiv
- Risikoadjustierte Rendite steigt nur langsam
- Tobin \ll 1, der Markt ist skeptisch, ob die Banken sich vor dem nächsten Abschwung so aufstellen, dass sie stressresistent sind
- Situative NPA-Probleme
- Cost/Income verbessert sich nicht, im Gegenteil
- Resultate nicht so kompakt wie in den USA, aber trotzdem sieht der Mittelwert repräsentativ aus für das Sample
- **Langsame Heilung der Institute, zu langsam?**



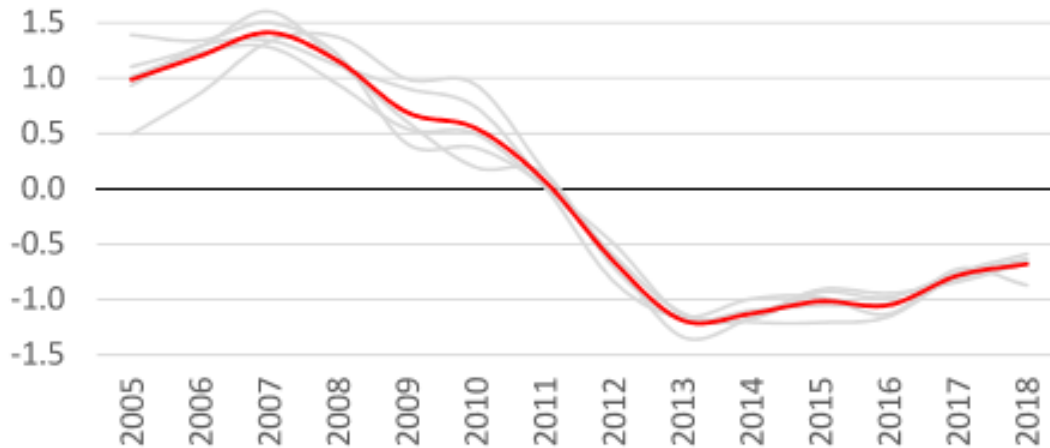
In guten Konjunktur-Jahren nicht vorgesorgt:

- Die Bilanzsummen haben sich seit 2005 im Schnitt fast halbiert!
- Die RWA sind aber im Schnitt die gleichen geblieben wie im 2005...ebenso wie das Eigenkapital insgesamt
- Die Bank hat massiv hartes EK aufgebaut, weshalb die Basel III-Kapitalisierung stark verbessert ist
- Wachstum der Eigenkapitalisierung somit intakt
- Über 10% Goodwill pro EK! Kein NPA-Problem
- Keine Gewinn-Dynamik, FCF verschlechtert sich
- Kaum Fortschritt im Cost/Income
- Risikoadjustierte Renditen: Gemischte Resultate
- Tobin = 1, der Markt gibt den CH-Banken kein Agio
- Ertragschwäche verhindert eine Verbesserung der Bonität

3. Die anderen 5 Regionen

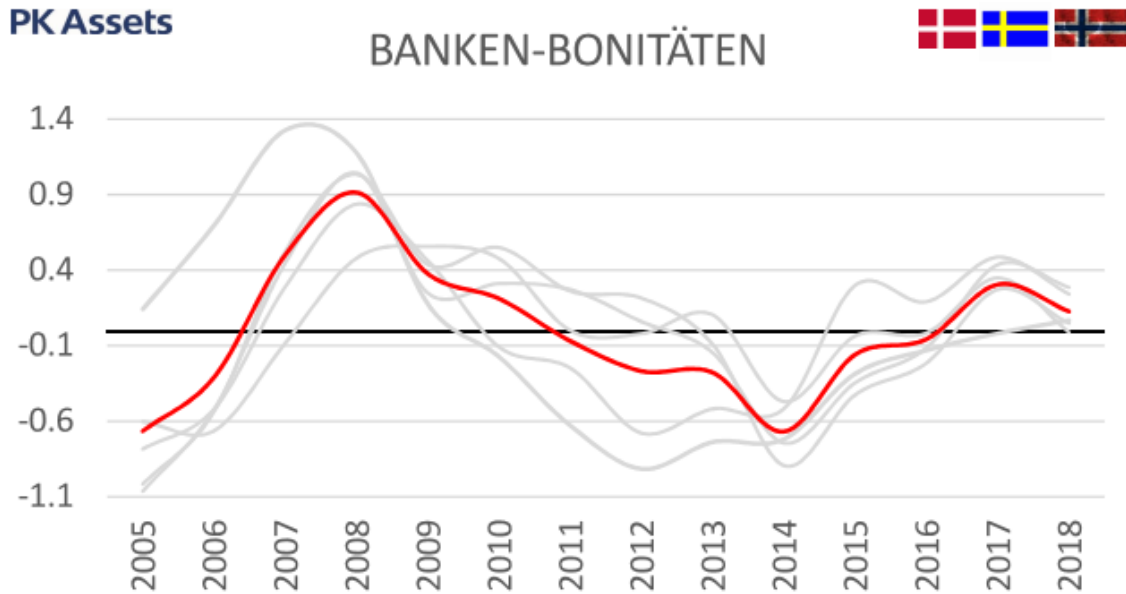
PK Assets

BANKEN-BONITÄTEN



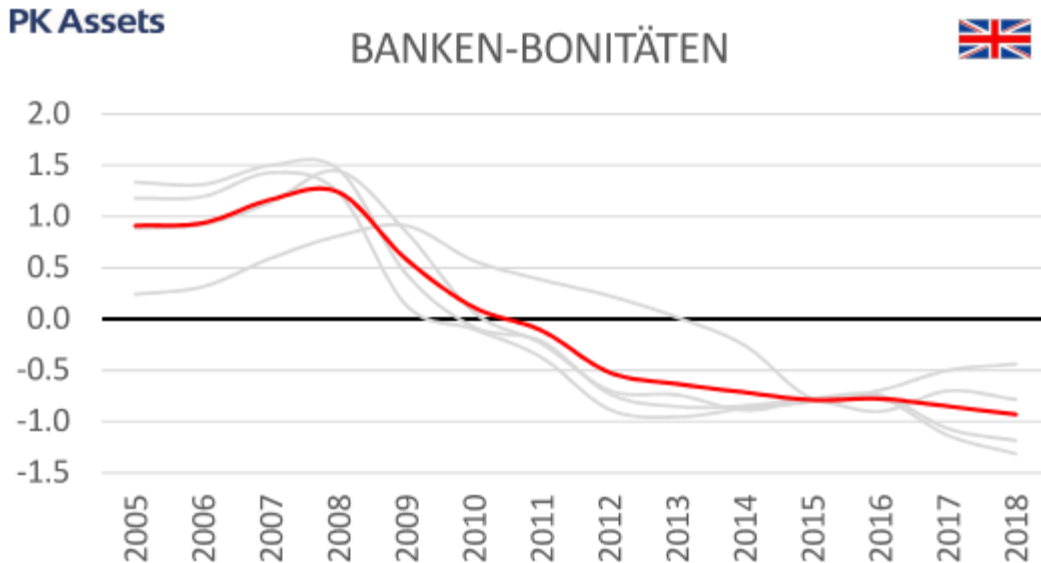
Der Süden braucht noch einige gute Jahre

- Sample: Banca Intesa, Unicredito, BBVA, Santander, Sabadell
- Banken wachsen wieder mit gedrosselten RWA
- Starkes Wachstum der Eigenkapitalisierung
- Situative Goodwill- und vor allem NPA-Probleme!
- Die Banken sind wieder fast alle Net Income-Positiv aber nicht auf Niveaus wie vor den Krisen, zudem sind fast alle Institute FCF-Positiv
- Risk/Reward verbessert sich, aber nur langsam
- Price/Book deutlich unter 1, der Markt ist skeptisch!
- Spanien und Italien brauchen ein Goldilock, um ihre Verschuldung zu reduzieren
- Die Südbanken sind erst am Anfang der Heilung



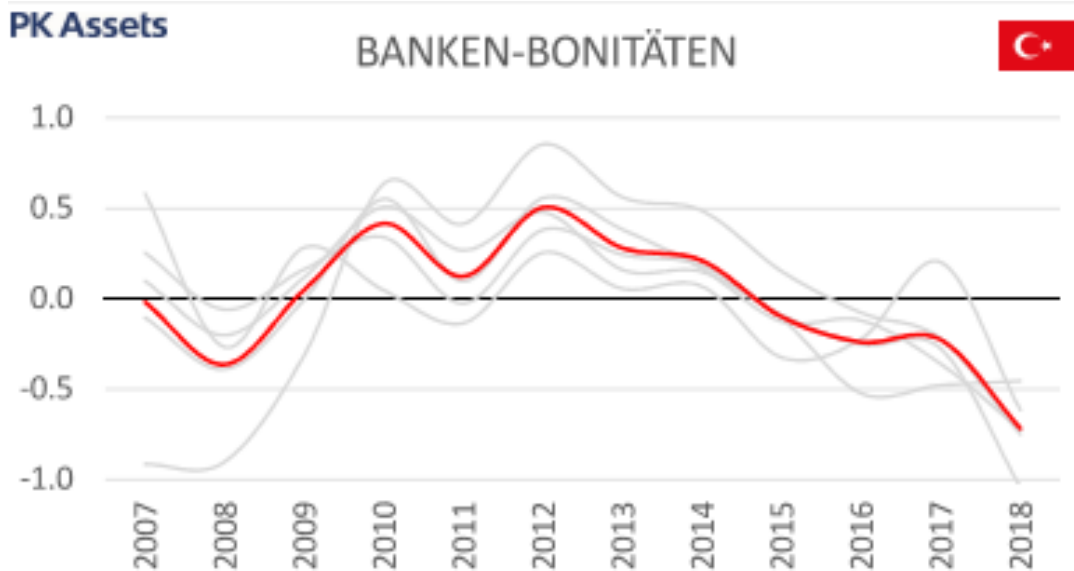
Basel III sorgt für erfreuliche Konvergenz nach oben

- Sample: Danske, Nordea, Skandinaviska Enskilda, Swedbank, Svenska Handelsbanken
- Banken wachsen wieder mit tieferen RWA
- Starkes Wachstum der Eigenkapitalisierung auf höchste Werte der Regionen (*Achtung: Die CET1-Methodologien sind nicht global identisch*)
- Kaum Goodwill- und NPA-Probleme
- Gewinne stark verbessert, wenn auch nur leicht FCF-Positiv
- Fortschritte im Cost/Income
- Risk/Reward verbessert sich, aber noch nicht da, wo sie mal waren
- Price/Book deutlich über 1, der Markt ist optimistisch
- Länder sind Musterknaben
- Banken wieder hergestellt



Auf dem Weg in das Fiasko?

- Sample: Barclays, HSBC, Lloyds, Standard Chartered
- Banken schrumpfen weiter, insbesondere die RWA
- Stark verbesserte Eigenkapitalisierung
- Kaum Goodwill- und NPA-Probleme
- Gewinn-Problem: Im Schnitt kaum Gewinne oder FCF vorhanden
- Miserabler Risk/Reward
- Im Schnitt verdienen die Banken nicht die Kapitalkosten
- Kein Wunder ist das Price/Book deutlich unter 1
- Auch die Bonität von UK kommt kaum aus der Seuche
- ...und das vor dem Brexit
- Miserable Gewinnsituation überkompensiert stärkeres Eigenkapital

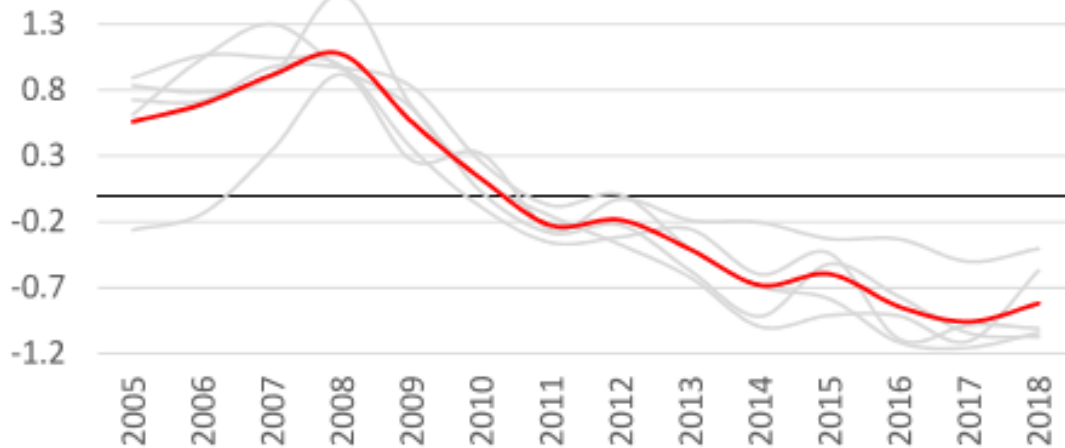


Von Erdogan auf die Schlachtbank geführt

- Sample: Finansbank, Garanti Bankasi, Isbank, Vakifbank, Yape Ve Kredi
- Die türkische Politik hat sich grandios verzockt
- Dabei waren die Ausgangsbedingungen für türkische Banken ausgezeichnet
- Starkes Wachstum in nominalen Bilanzsummen,
- Tier-1-Kapitalisierung steigt seit geraumer Zeit nicht mehr
- Kein Goodwill-Problem, hohe Rückstellungen für NPA, rechnerisch alle NPL gedeckt (*Aber stimmen die veröffentlichten NPL?*)
- Massives Wachstum der (nominalen) Gewinne, aber die Institute sind jetzt nicht mehr FCF-Positiv
- Die Harakiri-Politik der Regierung hat zu fallendem Reward/Risk geführt
- Die NPLs dürften kommen: Der Markt bestrafte die Banken mit einem jetzt schnell fallenden Price/Book von deutlich unter 0.5
- Staatseingriffe nur eine Frage der Zeit

PK Assets

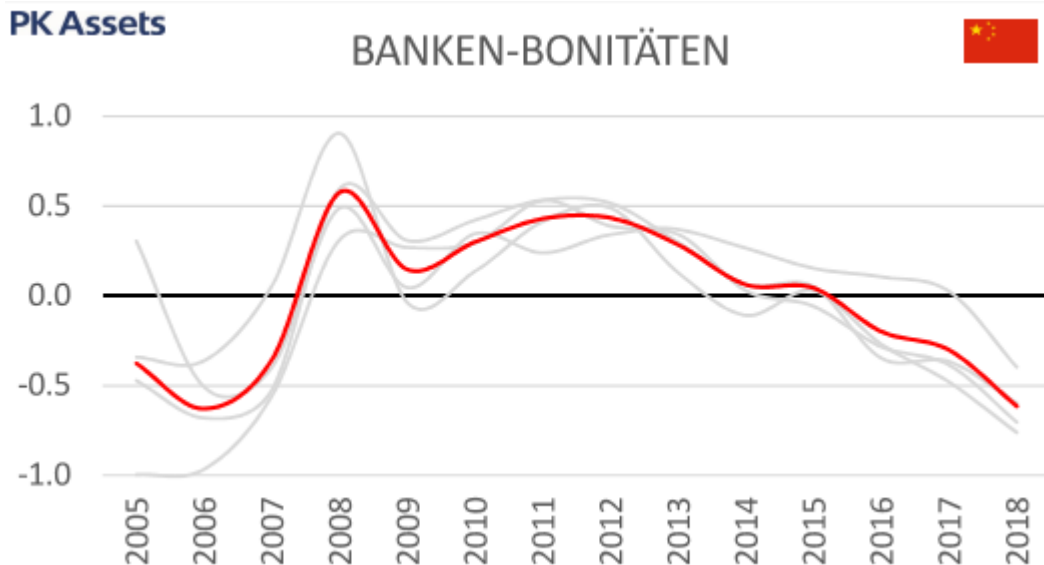
BANKEN-BONITÄTEN



Der Länderfaktor drückt runter

- Sample: ANZ, CBA, NBA, Macquarie, Westpac
- Australien war nicht sonderlich stark von den Krisen betroffen (Der Hauptkunde China hat rechtzeitig mit Konjunkturpaketen die Weltkonjunktur gerettet).
- Die australischen Banken waren noch nie so gross wie heute, das Risiko-Exposure aber auch nicht: Die RWA steigen schneller als die Bilanzsummen
- Auch EK und EK-Quoten steigen
- Etwas Goodwill- aber kaum NPA-Probleme
- Gutes Gewinn-Wachstum, alle Institute FCF-Positiv
- Risk/Reward hat sich aber nicht verbessert, auf historisch tiefem Niveau
- Trotzdem: Price/Book deutlich über 1
- Sorgen macht die wachsende Verschuldung des Landes, wenn auch von tiefen Niveaus
- Eher tiefe Bonität der Banken, zu viel Risiko auf den Büchern?

China: Grösser aber nicht besser



Bonität der Banken und des Landes schlittert

- Sample: China Merchants Bank, China Construction Bank, Agricultural Bank, ICBC
- Massives Bilanzwachstum und Ausweitung der RWA
- Auch das EK wächst, ebenso wie die EK-Quoten
- Die Banken weisen weder Goodwill noch ungedeckte NPA aus
- Starkes Gewinn-Wachstum, alle Banken aktuell FCF-Positiv
- Risk/Reward aber auf der schiefen Bahn
- Price/Book genau auf 1: kein Agio aber auch keine Skepsis seitens des Kapitalmarkts
- Unsere Länderbonität für China ist deutlich auf dem absteigenden Ast
- **Graduelles Abgleiten der Bonität**

Wir freuen uns auf Ihr Feedback auf j.lutz@pkassets.ch