

Analyse zum Halbjahresergebnis der Royal Bank of Scotland Group

Die Eckdaten:

- Vorsteuerverlust von 659 mio £
- Abschreibungen in Höhe von 5,9 mrd £
- Umsatz* mit 16,835 mrd £ knapp unter Vorjahreswert (-1 %)
- Gewinn ohne Einmaleffekte 5,1 mrd £ (-3 %)
- Kapitalbasis stärker als geplant
- ABN Amro integration verläuft gut, Synergien bis 2010 bei 2,3 mrd £
- Earnings per Share -6,6 pence
- Earnings per Share* 21,3 pence (-10 %)
- Cost:Income Ratio auf Vorjahresniveau bei 48,2 %

*ohne Einmaleffekte wie Abschreibungen und Integrationskosten

Der Umsatz gab gegenüber dem Vorhalbjahreswert um 170 mio £ nach, dagegen konnten die Kosten um 120 mio £ gesenkt werden, dies ist vor allem auf Entlassungen im GBM Bereich zurückzuführen.

Durch die sehr hohen Einmaleffekte wie Abschreibungen und Integrationskosten ist der eigentliche Gewinn stark verfälscht worden, ohne diese Effekte machte die RBS 5,144 mrd £ Gewinn gegenüber 5,322 mrd £ im Vorjahreszeitraum. Dies zeigt das die Bank weiterhin profitabel arbeitet und das Kerngeschäft von der Kreditmarktkrise weitgehend verschont blieb. Jedoch darf man nicht außer acht lassen, dass im ersten Halbjahr 2008 unterm Strich ein Verlust von 619 mio £ geschrieben wurde, was natürlich äußerst negativ zu bewerten ist. Im Vorfeld gingen die Analysten von einem Verlust zwischen einer und 1,7 mrd £ aus.

Kurzfristig ist dies natürlich ein sehr enttäuschendes Ergebniss, langfristig wurden aber die wichtigen Ziele erreicht: Gewinn ex Einmaleffekte auf stabilem Niveau, Kapitalbasis stärken, CIR halten, die Dividende weiterhin auszuschütten sowie die ABN Amro Integration voranzutreiben.

Der Zinsüberschuss stieg deutlich von 5,790 mrd £ auf 7,564 mrd £ in diesem Halbjahr, was sehr positiv zu bewerten ist. Dagegen sank der Umsatz aus „non-interest“ Geschäften und dem Versicherungsgeschäft um knapp 2 mrd £ von 11 auf 9 mrd £. Hiervon mussten weitere 5,1 mrd £ abgeschrieben werden, womit aus dem zinslosen Geschäft weniger als 60 % des Vorhalbjahres übrigblieben. Insgesamt sank hier der Umsatz also von 11,2 mrd £ auf 4,1 mrd £. Der Umsatz samt Einmaleffekten sank damit insgesamt von 17 mrd £ auf 11,7 mrd £.

	1. HJ 2008	1. HJ 2007
Total income	11,722	17,038
Operating expenses	8,285	8,403

Wie man sieht, konnten die enormen Abschreibungen nicht annähernd durch Einsparungen bei den Kosten gedeckt werden.

Die einzelnen Geschäftsbereiche:

Da 2007 eine Umstrukturierung vorgenommen wurde, stelle ich den neuen Aufbau nochmal kurz dar:

1. Global Markets

- Global Banking & Markets
- Global Transaction Services

2. Regional Markets

- UK Retail & Commercial Banking
- US Retail & Commercial Banking
- Europe & Middle East Retail & Commercial Banking
- Asia Retail & Commercial Banking

3. RBS Insurance

Zuersteinmal eine Übersicht über die Performance der aller Bereiche:

	2008 £m	2007 £m	Increase %
Global Markets			
- Global Banking & Markets	2,184	2,634	(17)
- Global Transaction Services	665	578	15
Total Global Markets (excluding credit market write-downs and one-off items)	2,849	3,212	(11)
Regional Markets			
- UK Retail & Commercial Banking	2,117	1,956	8
- US Retail & Commercial Banking	368	630	(42)
- Europe & Middle East Retail & Commercial Banking	250	222	13
- Asia Retail & Commercial Banking	16	(8)	-
Total Regional Markets	2,751	2,800	(2)
RBS Insurance	403	258	56
Group Manufacturing	-	-	-
Central items (excluding one-off items)	(859)	(948)	9
Profit before credit market write-downs and one-off items	5,144	5,322	(3)
Credit market write-downs and one-off items	(5,113)	(7)	-
Group operating profit	31	5,315	-

Hierbei habe ich nun der Übersicht halber den **Global Markets** Bereich Blau umrandet, den **Regional Marktes** lila und den **RBS Insurance** hellblau.

Nun zur Einzelbetrachtung:

I. Global Markets

Hier schlägt sich der allgemeine Trend der RBS nieder: Der Zinsüberschuss steigt stark, aber die „non-interest“ Geschäfte performten sehr schwach. Dazu kam, dass die Abschreibungen auf Wertpapiere den Umsatz um weitere 5,1 Mrd. £ schmälerten.

Hier trat man mit Entlassungen entgegen, welche die Personalkosten von 2,4 auf 1,9 mrd £ reduzierten. Somit kommt RBS hier auf einen Verlust in Höhe von 2,5 mrd £ nach einem Gewinn von 3,2 £ im Vorhalbjahreszeitraum. Ohne die Abschreibungen zeigt sich hier aber ein überraschend gutes Bild, der operative Gewinn ging lediglich um 400 mio auf 2,8 mrd £ was bei den herrschenden Bedingungen auf dem Finanzmarkt positiv zu werten ist. Die Geschäfte laufen also noch und werden im 2. Halbjahr und danach sicherlich wieder schwarze Zahlen schreiben.

Im Bereich Global Marktes sticht vorallem der Global Banking & Marktes Unterbereich heraus, wobei man hier die Kreditmarktkrise bei den eingegen Handelsposition zum spüren bekam und vor allem im Bereich „trading activities“ sehr viel wengier Gewinn machte, diese schweren Bedingungen werden sicherlich noch 2008 anhalten womit man im 2. Halbjahr mit einem Ergebnis auf 2 HJ. 2007 Niveau nicht rechnen kann.

Dies wird vor allem deutlich, wenn man sich die Verteilung des Umsatzes anschaut:

Analysis of income by product:	1. HJ 2008	1. HJ 2007
Rates, currencies and commodities	2,935	1,570
Equities	524	742
Credit markets	355	1,754
Asset and portfolio management	1,492	1,859

Hier sieht man also, dass vor allem der Bereich „rates, currencies and commodities“ für 2008 der Umsatzbringer sein wird, hier profitiert man vor allem mit dem abgeschlossenen Joint Venture mit Sempra. Für den Bereich Credit Markets sind meiner Meinung nach Einnahmen von 400-500 mio £ zu erwarten.

Vom zweiten etwas kleineren Bereich Global Transaction Services, sind wie erwartet gute Ergebnisse gekommen, mit einem Plus von 15 % ist auch auf Jahressicht zu rechnen. Ich gehe in diesem neuen Bereich von einer Wachstumsrate von 10 % p.a aus, da noch sehr viel Potential vorhanden ist, vor allem was die Effizienz angeht.

II. Regional Markets

Wie erwartet, wuchs die RBS in allen Bereichen auserhalb der Kreditkrise ordentlich. Im Bereich Regional Markets verzeichnete man in Großbritannien, Europa und Asien gute Wachstumsraten während das Gesamtbild durch einen 42 %igen Rückgang des Gewinns in den USA stark getrübt wurde. Insgesamt verbuchte man einen Gewinnrückgang von 2%. Für das 2. Halbjahr rechne ich mit einem Wachstum im Bereich Regional Markets von 2-3 %.

Zu diesem Bereich und den einzelnen Unterbereichen könnte man sicherlich sehr viel schreiben, allerdings sehe ich da für einen Halbjahresbericht keinen großen Sinn, einen genauen Ausblick für die einzelnen Bereiche gibt es dann zum Annual Report, trotzdem ein paar Worte zu den Teilbereichen:

UK Retail & Commercial Banking entwickelte sich im ersten Halbjahr entgegen der abkühlenden Wirtschaft in Großbritannien gut, der Umsatz stieg um 5 % was vor allem beachtlich ist, da die RBS eine der am stärksten in UK vertretenen Banken ist und somit kaum Platz für Expansionen in UK besteht. Zudem hatte man in diesem Bereich weniger Wertberichtigungen als im Vorhalbjahr zu berichten und die Personalkosten waren stabil. Insgesamt stieg der Gewinn dadurch überproportional um 8 %. Was nun sehr wichtig im UK Retail Bereich: Die Bestimmung zur Hypothekenkreditvergabe wurde darastisch

verändert: Es werden nun noch niedrige LTV-Werte (niedriger LTV Wert = niedriges Risiko für die Bank) akzeptiert, dieses Halbjahr lag der Durchschnitt bei 66 % und das gesamte Hypothekenrisiko liegt bei moderaten 49 %. Im gefährlichen Bereich von einem LTV Wert über 90 % liegen lediglich 6 % der Schuldner. Die RBS reagiert hier also auf den nachgebenden britischen Häusermarkt. Die Wertberichtigungen auf die UK-Hypotheken blieben auch auf sehr niedrigem Niveau. Was dagegen schon vor Wochen immer deutlicher wurde und nicht gerade erfreulich wurde: Viele Unternehmen können die Kredite nicht mehr begleichen – so stiegen die Wertberichtigungen in diesem Bereich um 34 % machen aber nur einen relativ kleinen Wert von 133 mio £ aus. Das LTV Portfolio im UK Corporate Banking sieht weitgehend gut (bis auf den eben angesprochenen Markt) aus: Das LTV Level des gesamten UK Corporate Portfolio liegt bei 68 % und nur 3 % im kritischen Bereich. Wobei hier ein Anstieg der bisher sehr geringen Abschreibungen prognostiziert wird. Das gesamte Hypothekenportfolio, für die, die das interessiert beläuft sich auf ca. 75 mrd £.

Summa summarum: UK Retail: Top, UK Corporate: Flop

US Retail & Commercial Banking mit Sicherheit das Sorgenkind im Bereich Regional Markets und das wird es 2008 auch noch bleiben. Was aber wichtig ist: Der Umsatz stieg leicht an, d.h. das Kerngeschäft läuft weiterhin relativ gut. Deutlich mehr Abschreibungen haben allerdings zu einem Gewinnrückgang um fast die Hälfte geführt. Für das 2. Halbjahr sieht es etwas besser aus. Die Hypothekenkredite belaufen sich auf 9,3 mrd £ und haben gute LTV Werte, es ist also sicherlich mit weniger Abschreibungen zu rechnen. Ich gehe von einem etwas "besseren" Ergebnis als im 1. Halbjahr aus. Die Wechselkurse blieben auf vergleichbarer Basis.

Europe & Middle East Retail & Commercial Banking und **Asia Retail & Commercial Banking** liefen wie erwartet gut und lieferten solche Zahlen ab, ich rechne in Europa für das 2. HJ mit etwas schwächeren in Asien mit etwas stärkeren Zahlen. In Asien hat man natürlich noch mit hohen Kosten zu kämpfen, vor allem da neue qualifizierte Fachkräfte eingestellt werden mussten. Langfristig sollte man aber hier ab 2008/09 gut aufgestellt sein und hohe Wachstumsraten erzielen können.

III. RBS Insurance

In der (zur Veräußerung stehenden Versicherungssparte) kam es zu einem leichten „Umsatz“ Rückgang, dabei aber um einen Gewinnsprung von 46 %. Dies allerdings auf den ersten Blick, da das Vorjahresergebnis durch die Flut negativ beeinflusst wurde. Die Zahlen sind weitestgehend gut, ich möchte hier dann doch mal noch kurz auf den möglichen Verkauf der Sparte eingehen: Man will einen Preis von ca. 7 mrd £ Erlösen, was einem KGV von 17,3 entspricht. Das würde ich auf jeden Fall unterstützen, da vor allem auf der Insel das Versicherungsgeschäft die nächsten Jahre abkühlen wird. Ob sich dafür ein Käufer findet ist natürlich die andere Frage und ein Beibehalten der Sparte ist sicherlich auch nicht falsch.

Die Abschreibungen:

Nun eine Grafik in der man, wie ich finde, sehr schön sieht, wie drastisch sich der Kreditmarkt im Frühjahr 2008 verschlechtert hat und weshalb ich denke, dass man Sir Fred und dem Management nicht die ganze Schuld zuschieben sollte. Denn dieser Preisverfall ist nicht vorherzusagen.

Zuerst der Fall der Monline Exposures:

	30 June 2008			31 December 2007	
	Net exposure (1) £m	Write-downs before tax £m	Average price %	Net exposure £m	Average price %
Asset-backed CDOs					
High grade	1,608	990	52	2,581	84
Mezzanine	361	902	20	1,253	70
	1,969	1,892	40	3,834	79
Monoline exposures	2,398	2,120	n/a	2,547	n/a

Rot eingekastet die Preise (rechts) am 31.12.2007 und (links) am 30.6.2008.
Der Preisverfall ist einfach krass.

Hier noch die Preise für Subprime und ähnliches:

	30 June 2008			31 December 2007	
	Net exposure (1) £m	Write-downs before tax £m	Average price %	Net exposure £m	Average price %
US residential mortgages					
Sub-prime (2)	257	276	35	1,292	72
Alt-A	803	750	39	2,233	83
Other non-agency	843	18	86	794	94
	1,903	1,044	59	4,319	81

Das zeigt deutlich, warum plötzlich so viele Abschreibungen fällig wurden, nachdem beim Annual Report 2007 (am 28. Februar 08) noch alles in Ordnung schien.

Die Kapitalbasis:

Risk asset ratio	Juni 2008	Januar 2008
Core Tier 1	5.7%	4.0%
Tier 1	8.6%	7.0%
Total	13.1%	11.3%

Die Ziele belaufen sich auf mehr als 6 % bei der Core Tier 1 sowie 7,5 % für Tier 1. Mit den jetzigen Ergebnissen kann man sich, dank Kapitalerhöhung und Verkäufen schon zufrieden zeigen. Und nun sieht man eben das "geniale" an der Kapitalerhöhung, ich bin mir sicher das die Konkurrenz noch einige Staatsfonds an Bord holen muss um hier mithalten zu können, vor allem die Zahlen von Barcalys sehe ich als sehr kritisch an. Sir Fred es hat sehr treffend ausgedrückt mit "the world has changed". Wie weiter oben schon angeführt, halte ich die starke Kapitalbasis neben der guten CIR zum ausschlaggebendem Argument für ein langfristiges Investment in der RBS, denn Banken können durch Kapitalengpässe schnell in die Klemme kommen. Durch den noch nicht im Ergebnis

enthaltenen Verkauf des Tesco Anteils erhöht sich die Core Tier 1 auf 5,8 % im Moment, damit fehlen noch 1,5 mrd £ bis zu den gewünschten 6 %.

Risiko:

Das Management geht von einer Verschlechterung der Kreditverhältnisse im 2. Halbjahr aus und es bleibt abzuwarten, ob die Maßnahmen ziehen. Es wurden unter anderem Kredite für 1,5 mrd £ verkauft und die LTV Bestimmungen verschärft. Wie wir nun gelernt haben, sollte man diese Krise nicht unterschätzen und die Kreditvergabe-kriterien genau beobachten.

Schätzung für das Gesamtjahr:

Wir sahen dieses Jahr einen Verlust je Aktie von 4,7 Pence, die Anzahl der Aktien beläuft sich auf 16,128 mrd Aktien.

Für das Geschäftsjahr 2008 erwarte ich einen Group Operative Profit von ~4,700 mrd £ (dieses Halbjahr lag der bei 0,031 mrd £), einen Profit before Tax von ~4,500 mrd £ und nun wirds abenteuerlich, da die Taxrate kaum schätzbar ist: Einen Gesamtjahresgewinn nach Steuern von 3,344 mrd £.

Bewertung der Aktie:

Nun, die Bewertung ist natürlich sehr schwer, aktuell notiert die Aktie bei 240 Pence, nachdem sie die letzten Wochen eine kleine Rally hingelegt hat. Ich beziehe mich damit beim KGV auf den geschätzten Gewinn je Aktie von 20,67 Pence für 2008. Rechnet man nun die Abschreibungen heraus, um ein ungefähres Ergebnis für die nächsten Jahre zu haben, kommt man auf ein EPS* von 41,97 pence.

KGV: 11,61

KGV*: 5,71

KBV: 0,72

Fazit:

Das Halbjahresergebnis ist und bleibt enttäuschend, allerdings wurden in dieser schwierigen Phase auch viele wegweisenden Entscheidungen getroffen, angefangen von der Kapitalerhöhung, dem Verkauf einzelner Sparten bis zur Stockdividende. Langfristig sehe ich die Royal Bank of Scotland Group "on track" da ich nicht davon ausgehe, dass die Abschreibungen im 2. Halbjahr über einige hundert Millionen Pfund hinauskommen und somit ein solides Ergebnis erzielt werden sollte.

Die Aktie, und das hat auch die Marktreaktion gezeigt, ist unterbewertet und der Markt sollte nachdem die Subprime-Krise durchgestanden ist, der Aktie wieder ein angemessenes Niveau von einem KGV_{2009e} um die 10-12 und ein KBV_{2009e} von 1-1,5 zugestehen.