



# Aktienanalyse in der DZ BANK

Frankfurt am Main, November 2025

Dr. Philipp Häßler, CFA

Aktienanalyst Banken & Finanzdienstleister

*Die Pflichtangaben für Research-Publikationen (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie weitere aufsichtsrechtliche Hinweise, insbesondere zu Methoden und Verfahren, zur Conflicts of Interest Policy des DZ BANK Research sowie zu Statistiken über Anlageempfehlungen können kostenfrei unter [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) eingesehen und abgerufen werden.*

---

Wichtig: Die Erläuterungen zu möglichen Interessenkonflikten finden Sie im Abschnitt „Definitionen der Interessenkonflikte“.

Bitte lesen Sie den Abschnitt „Definitionen der Interessenkonflikte“ sowie den Abschnitt "Rechtliche Hinweise" am Ende dieses Dokumentes.

1. Überblick über das Aktienresearch der DZ BANK
2. Methodik/Vorgehensweise Aktienanalyse
3. Praxisbeispiel: Banken
4. Praxisbeispiel: Commerzbank

*Die Pflichtangaben für Research-Publikationen (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie weitere aufsichtsrechtliche Hinweise, insbesondere zu Methoden und Verfahren, zur Conflicts of Interest Policy des DZ BANK Research sowie zu Statistiken über Anlageempfehlungen können kostenfrei unter [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) eingesehen und abgerufen werden.*

<sup>1)</sup> – <sup>12)</sup> Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

# 1. Überblick Aktienresearch DZ BANK



## Coverage

- Deutsche und internationale Aktien
  - Alle 40 Unternehmen aus dem DAX und fast alle Unternehmen aus dem MDAX und dem EST50
  - Internationale Large Caps => Alleinstellungsmerkmal!
  - Kontinuität
  - Atmendes Universum (Asien, Gaming, Streaming, Cyber Security, Erneuerbare Energien)

## Publikationen

- Daily: Ersteinschätzung zu tagesaktuellen Ereignissen
- Flash: Geschäftszahlen, Unternehmens- und Branchenereignisse, Änderung der Einschätzung (AU, FV) etc.
- Unternehmens- und Branchenstudien, Aktienideen Global
- Auf den Punkt (monatlich): Trends und passende Aktien

## Zielgruppen- spezifisch

- Verständliche Anlageurteile (Kaufen, Halten, Verkaufen) auf absoluter - nicht relativer - Basis
- Klare Aussagen
- Hohe Aktualität: Schnelle Reaktion auf relevante Ereignisse
- Verständliche Argumentation

## Ansatz (Aktienanalyse)

- Fundamentale Analyse und Unternehmensbewertung
- Bottom-Up-Ansatz
- Grundlage für fundierte Anlageentscheidungen schaffen
- Differenzen zwischen aktuellem Aktienkurs und Fair Value identifizieren

## 2. Aktienanalyse – Methodik/Vorgehensweise



# Methodik:

Aktienanalyse beschäftigt sich mit zwei „Markt-Typen“



## Produktmärkte

(z.B. Autos, Software,  
Mobiltelefone,  
Versicherungen ...)



## Börse/Aktienmarkt

(u.a. Bewertungen,  
Sentiment)



- Suche nach Unternehmen mit nachhaltigem Wettbewerbsvorteil (z.B. hohes Wachstum, überdurchschnittliche Renditen etc.)

- Suche nach Unternehmen, deren Aktienkurs z.B. den identifizierten Wettbewerbsvorteil nicht adäquat reflektiert
- Suche nach (systematischen) Fehlbewertungen

Mismatch zwischen Unternehmensposition am Produkt- und Aktienmarkt schafft besonders attraktive Investitionschancen

# Methodik:

## Anlageurteil Prozess



Schätzungen  
von Gewinnen  
und Cashflows



Bewertung



Anlageurteil

### Grundlagen:

- Vorjahre
- Guidance
- Marktumfeld
- Margen
- Wachstum, Konjunktur
- Techn. Veränderung
- Geopolitik
- Pandemie

### Einflussgrößen:

- Zins
- Risikoaversion

### Modell:

- DCF, RoE/CoE
- Peer Group ...

### Urteile:

- Kaufen
- Verkaufen
- Halten

# Methodik:

## Informationsquellen und Informationsverarbeitung



### Informationsquellen

- Unternehmenskommunikation: Vorstand, IR-Team
- Analysten- und Investorenkonferenzen
- Geschäftsberichte & Präsentationen
- (vergleichbare) Wettbewerber
- Branchen-Verbände, -Berichte
- Rating-Agenturen
- Kunden mit Unternehmenskontakten
- Informationssysteme (Bloomberg, Reuters)
- Studien öffentlicher Stellen, Think Tanks, etc.
- Newsletter, Blogs, KI etc.



### Absolute Bewertungsverfahren

- **Discounted Cash Flow (DCF):** Hohe Bedeutung des finalen Wertes
- **Residualeinkommensmethode: ROE/COE,** hohe Bedeutung des Buchwerts



Innerer Wert

Ergebnis

### Relative Bewertungsverfahren

- **Peer-Group-Analyse – Kennzahlen** (hoher Einfluss aktueller Marktwerte)
- **Peer-Group – Regression** (Berücksichtigung von relativen Verhältnissen bei der Bewertung; z. B. K/BW zu ROE)
- **Historische Kennzahlen** (Fokus auf die Vergangenheit)
- **Sonstige Kennzahlen** (z. B. Übernahmen von Wettbewerbern)



Bepreisung

**Fair Value, Anlageurteil**

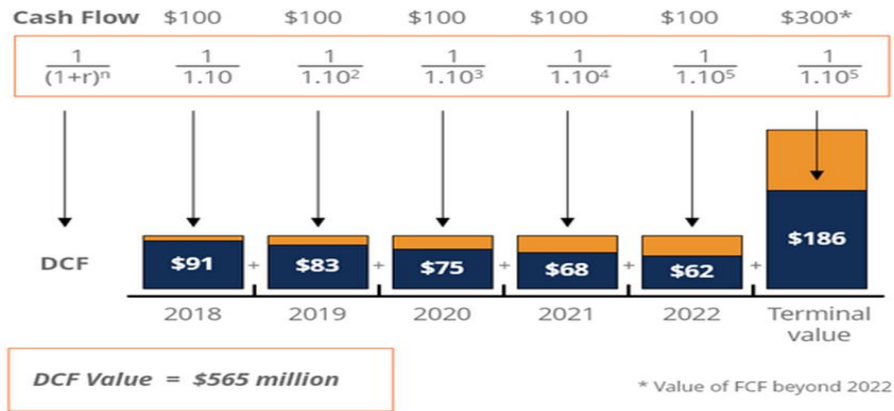
# Methodik:

## DCF-Modell: Vorteile und Herausforderungen



### Vorteile

- DCF-Verfahren entspricht anerkannten Standards
- Weit verbreitet bei internationalen, insbesondere angelsächsischen Investoren
- Eliminierung von Einflüssen durch Bilanzpolitik
- Relativierung von zyklischen Effekten
- Bessere Vergleichbarkeit mit anderen Unternehmen
- Robuste, fundamentale Bewertung



### Herausforderungen

#### Zähler:

- Große Unsicherheit bzgl. der Schätzung der langfristigen FCFs
- Uneinheitliche Definitionen von Cash-Flow
- Hohe Bedeutung des Terminal Value (Growth Rate)

#### Nenner:

- Diskontierung: Wie hoch sind die Kapitalkosten?
- Wie hoch ist der risikofreie Zins?
- Welche Risikoprämie ist angemessen?
- Beta-Faktor und FK-Kosten

#### Markt:

- Wert aus Holdings wird nicht richtig berücksichtigt
- Abkopplung von Marktbewegungen

# Methodik:



## Berücksichtigung von Wettbewerbsumfeld, weichen Faktoren ...

### Wettbewerbsumfeld

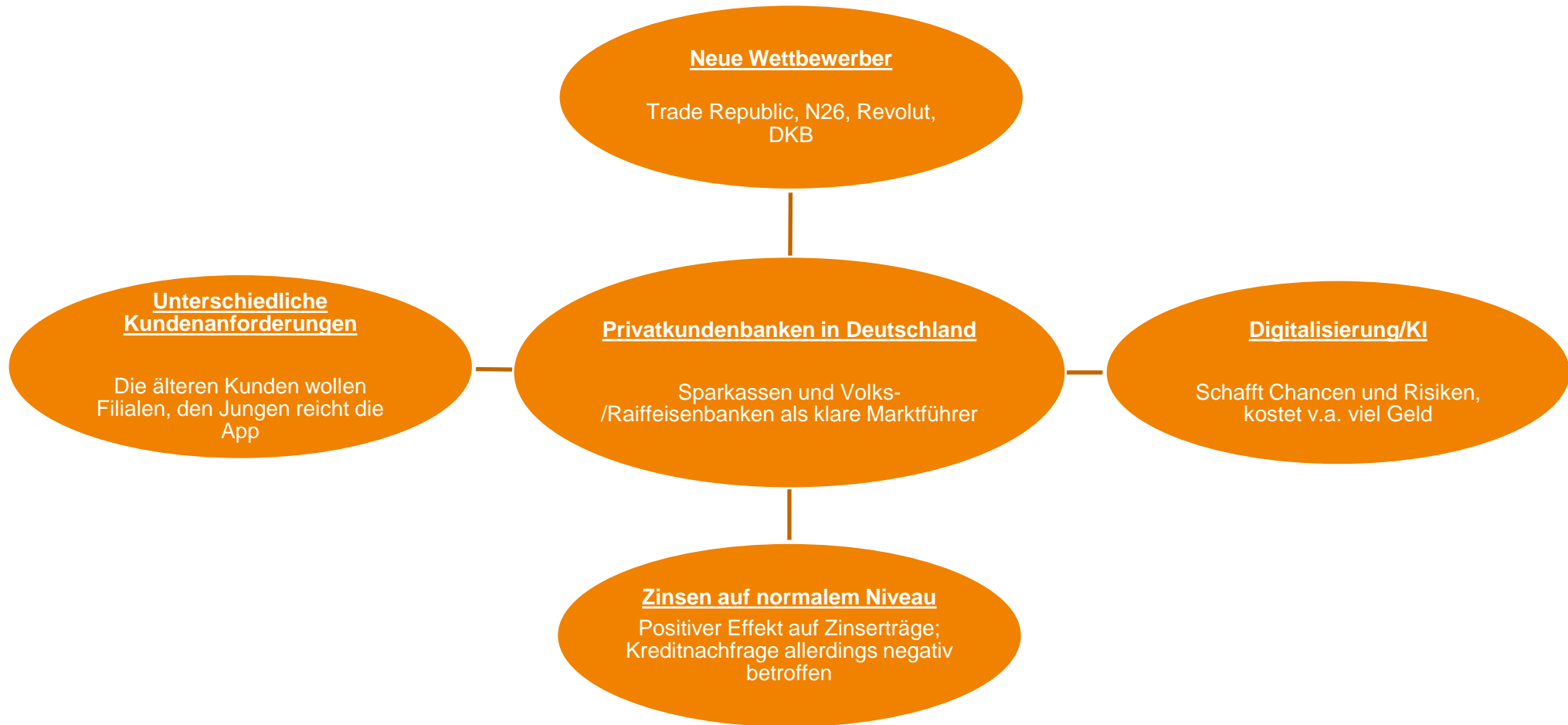
- Wettbewerbsintensität, Markteintrittsbarrieren
- Verhandlungsmacht der Kunden und Lieferanten
- Bedrohung durch Substitute
- Regulatorisches Umfeld
- Veränderungen von Kundenverhalten und gesellschaftlichen Trends

### Weiche Faktoren

- Managementqualität
  - Qualifikation
  - Track Record
  - Prognosefähigkeit
  - Vertrauen
- Dividendenpolitik und Aktienrückkaufprogramme
- Informationspolitik und Investor Relations-Arbeit
- Erwarteter Newsflow

# Methodik:

## Wettbewerbsumfeld: Beispiel Banken, Privatkundengeschäft





- Anwendung einer Vielzahl verschiedener Bewertungsverfahren
- Berücksichtigung weicher Faktoren
- Aktienanalyse ist eine Mischung aus Handwerk und Kunst: Marktkenntnis von erfahrenen und unabhängigen Analysten erforderlich



### **3. Praxisbeispiel: Banken**

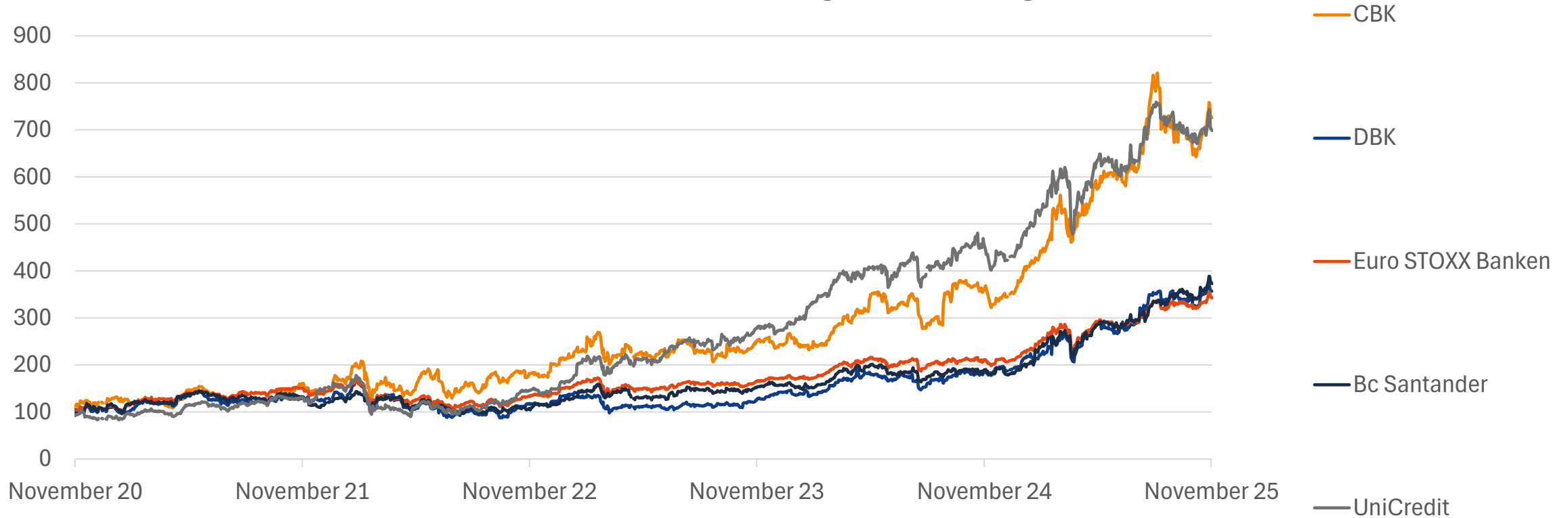
**Eindrucksvolles Comeback an den Börsen ...**

# Banken mit starker Kursperformance in den letzten 5 Jahren



Performance (Kurs) 5 Jahre (Startzeitpunkt = 100)

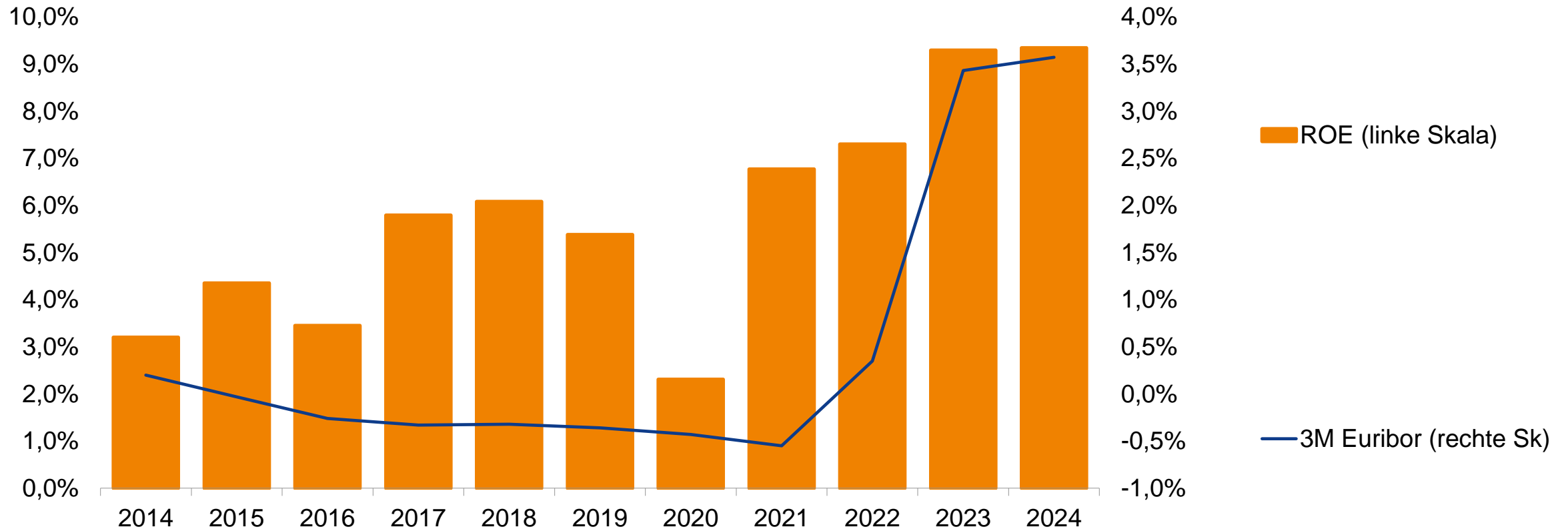
Commerzbank Aktie mit sehr guter Entwicklung seit 2020



# Banken haben von der Normalisierung der Zinsen profitiert



Entwicklung ROE vs. durchschnittlicher 3M Euribor



Quelle: Bloomberg, Statista, DZ Bank

Seite 19

Sehr unterschiedliche Geschäftsmodelle existieren

- **Banken gibt es schon seit Jahrhunderten**, die „älteste“ Bank der Welt, die italienische Banca Monte dei Paschi di Siena, wurde 1472 gegründet.
- Volks- und Raiffeisenbanken gibt es seit mehr als einem Jahrhundert.
- Retailbanken sind im Einlagen- & Kreditgeschäft aktiv, quasi die **Kernaufgabe einer Bank**.
- Über die letzten Jahrzehnte haben sich **immer mehr Spezialinstitute** entwickelt, sowohl im Privat- als auch im Firmenkundenbereich.
- Im **Privatkundenbereich** sind das z.B. Banken, die sich auf die Konsumentenfinanzierung oder den Wertpapierhandel konzentrieren.
- Im **Firmenkundenbereich** sind das z.B. Banken, die sich auf bestimmte Finanzierungen wie Schiffe oder Immobilien konzentrieren.
- **Investmentbanken** bieten verschiedene Dienstleistungen rund um die Kapitalmärkte an.

# Der deutsche Bankenmarkt ist ein besonderer Markt



Hohe Wettbewerbsintensität kennzeichnet den dt. Markt

- **3-Säulen System:** Privatbanken, Sparkassen und Volks-/Raiffeisenbanken bilden den Markt; wichtig ist dabei, dass Sparkassen und Volks-/Raiffeisenbanken nur untereinander fusionieren.
- **Konsolidierungsdruck hält an:** Anzahl der Banken um 33% in letzten 10 Jahren auf 1.368 (2024) gesunken.
- **Hohe Wettbewerbsintensität:** Profitabilität deutscher Banken hinkt der anderer Banken in Italien oder Spanien hinterher aufgrund der hohen Wettbewerbsintensität (gut aus Kundensicht).
- **Attraktiver Markt:** Trotz der hohen Wettbewerbsintensität ist Deutschland als größte Volkswirtschaft Europas attraktiv für ausländische Banken.
- **Normalisierung des Zinsniveaus hat zu Gewinnsprung geführt:** Profitabilität der Banken hat sich seit Zinswende deutlich erhöht (Volks-/Raiffeisenbanken +51% Vorsteuergewinnanstieg 2020-2024; CBK: +4,1 Mrd. Euro, DBK: +4,3 Mrd. Euro).
- **Mögliche Commerzbankübernahme durch UniCredit:** UniCredit lässt nicht locker, kurzfristig erwarten wir kein Angebot.

# Privatkundengeschäft Deutschland

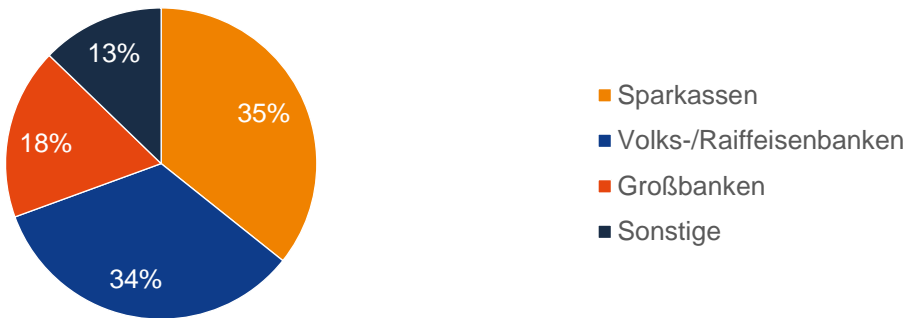


Sparkassen und VR-Banken als klare Marktführer – Neobanken gewinnen Marktanteile

Entwicklung Bankfilialen in Deutschland



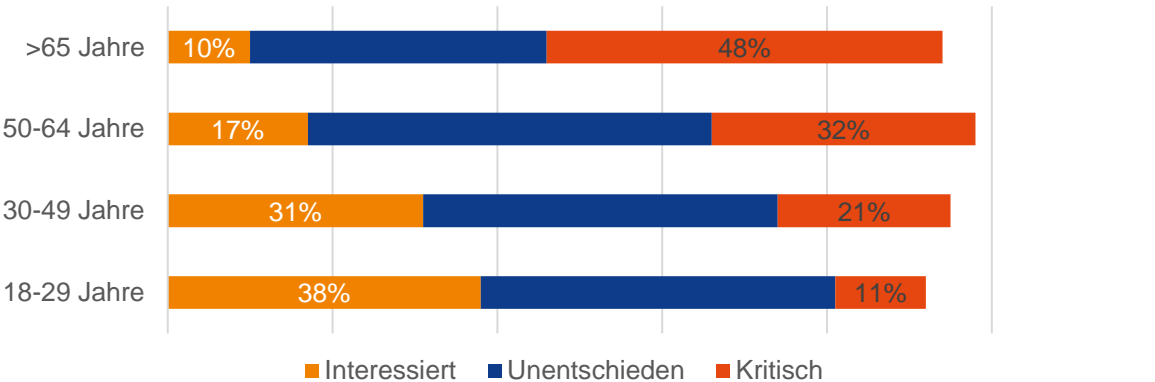
Marktanteile im deutschen Retail Banking\*



## Übersicht der führenden in Deutschland aktiven Neobanken

Unternehmen	Anzahl Kunden	Kundenvermögen	Zeitpunkt
N26**	4,8 Mio.	n.v.	Nov 24
Revolut	2,5 Mio.	n.v.	Aug 25
Scalable	> 1,0 Mio.	> 30 Mrd.	Sep 25
Trade Republic	> 10 Mio.	150 Mrd.**	Sep 25

Wie stehen Sie Neobanken gegenüber?



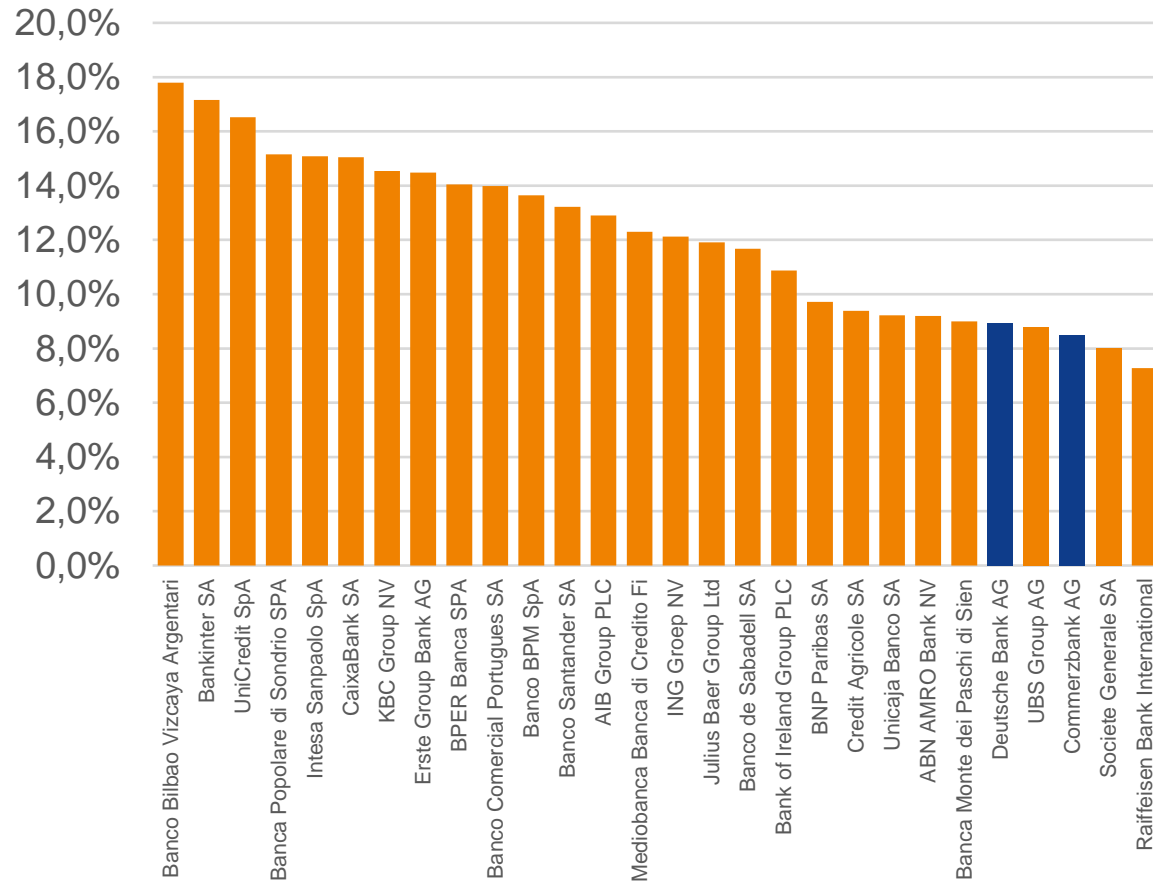
Quelle: Bundesbank, Statista, Unternehmensangaben, DZ Bank \* auf Basis der Zweigstellen, \*\* Gesamtkundenzahl, überwiegende Großteil in Deutschland

# Die dt. Banken spielen im Euroraum nicht vorne mit

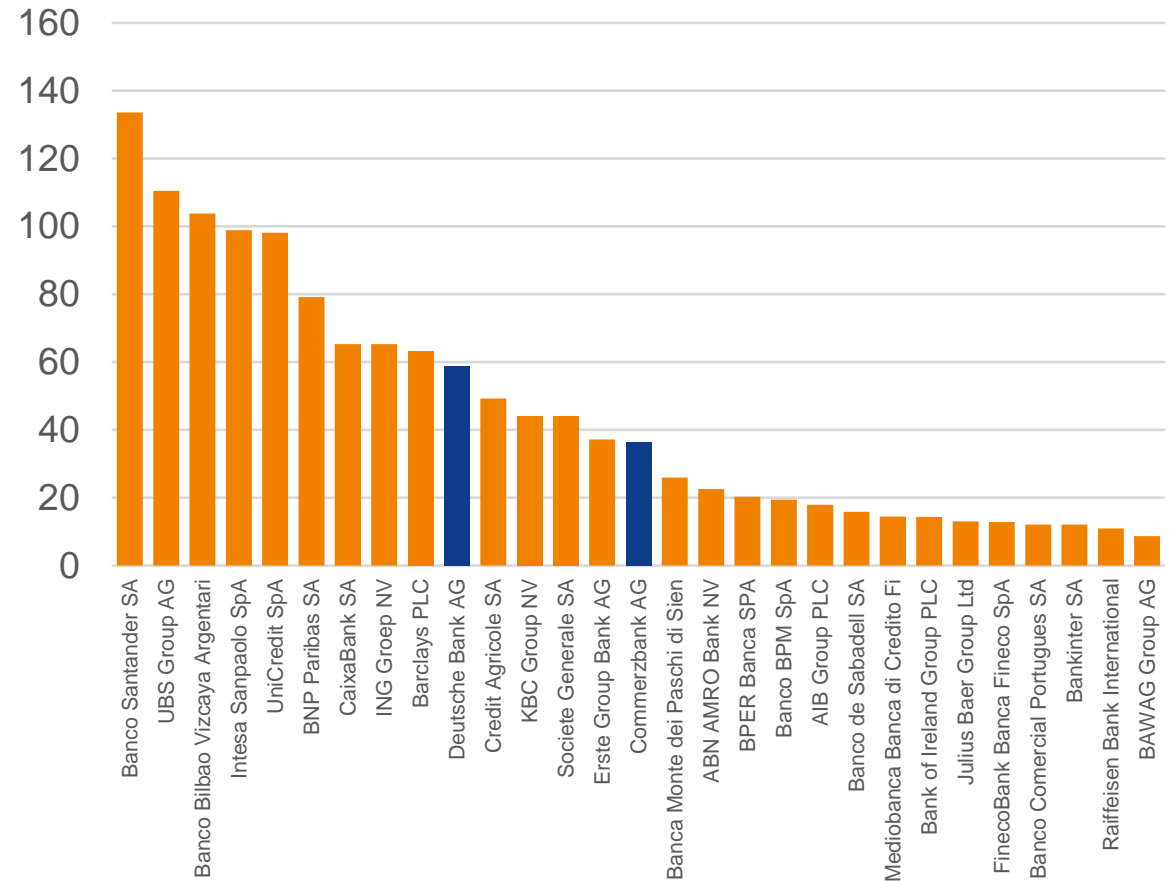


Commerzbank und Deutsche Bank als einzige börsennotierte dt. Großbanken

Deutsche Banken mit schwacher Profitabilität (ROE 2025e)



Spanische/Italienische Banken am wertvollsten (Marktkap. in Mrd. Euro)



Quelle: Bloomberg, DZ Bank

# Die börsennotierten europ. Banken sind sehr unterschiedlich



Vergleichbarkeit der verschiedenen Banken ist nur teilweise gegeben

- Die Banken verfolgen z.T. **sehr unterschiedliche Geschäftsmodelle** und die nationalen Bankenmärkte sind sehr heterogen, was Konditionen und Wettbewerb angeht.
- **Große Unterschiede bzgl. Kunden- und regionalem Fokus.** Manche Banken fokussieren sich stärker auf das Investment Banking, manche mehr auf das Privatkundengeschäft, andere sind v.a. stark im Heimatmarkt und andere in Osteuropa.
- Asset Management und Versicherungsgeschäft auch von unterschiedlicher Bedeutung für die verschiedenen Banken.

=> Vergleiche der Banken für Peer Group Bewertungen sind nicht einfach.

## ➤ 3 Gruppen von börsennotierten Banken in Europa:

- die Banken mit großem Kapitalmarktgeschäft (DBK, BNP, Barclays, SocGen)
- die Banken mit großem Privatkundengeschäft (CBK, ING, CaixaBank, Intesa, Credit Agr.)
- die Banken mit großem Anteil außereuropäischer Aktivitäten (HSBC, BBVA, Bc Santander)



# Europas Bankenmarkt (II)



Regulierung, Konsolidierung & Entwicklung des Zinsüberschusses als wichtige Themen

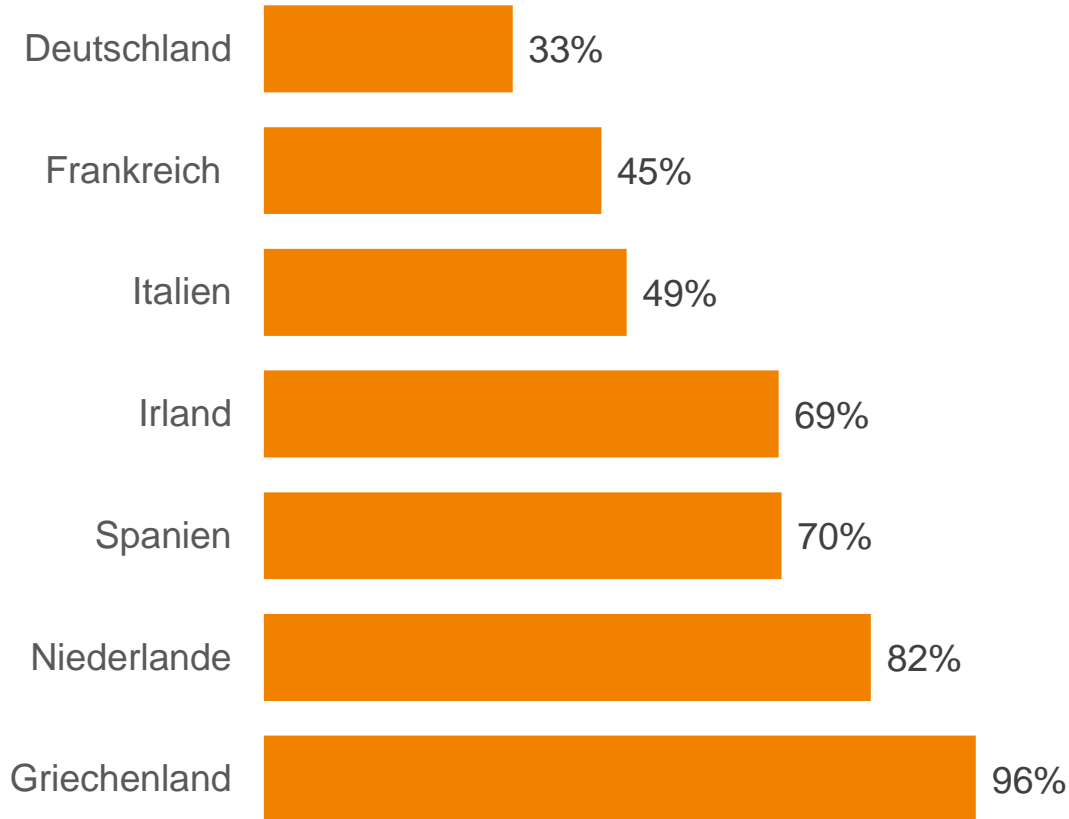
- **Konsolidierung scheint wieder Fahrt aufzunehmen**, wenn grenzüberschreitende Transaktionen vermutlich weiter auf sich warten lassen – fehlende Bankenunion als Bremse. Nationale Konsolidierung (z.B. Italien) weiter im Fokus.
- **Regulierung momentan etwas in den Hintergrund** gerückt nach Implementierung Basel III. Manche Vorschriften (Regulierung Handelsbuch „FRTB“) sind sogar verschoben worden.
- **Profitabilität europ. Banken auf mehrjährigem Hoch** (seit 2007) dank gestiegener Zinsen und weiterhin niedriger Risikokosten.
- **Die entscheidende Frage in 2025 war, wie sich der Zinsüberschuss entwickeln wird.**
  - Niedrigerer EZB-Zins als Belastungsfaktor
  - Hedging-Maßnahmen bzw. die sog. Replikationsportfolios als stabilisierende Faktoren
  - Kredit- bzw. Einlagenwachstum könnten eine positive Wirkung haben
  - Entwicklung des Einlagen Beta spielt ebenfalls eine wichtige Rolle

# Konsolidierungsgrad und Profitabilität miteinander korreliert?

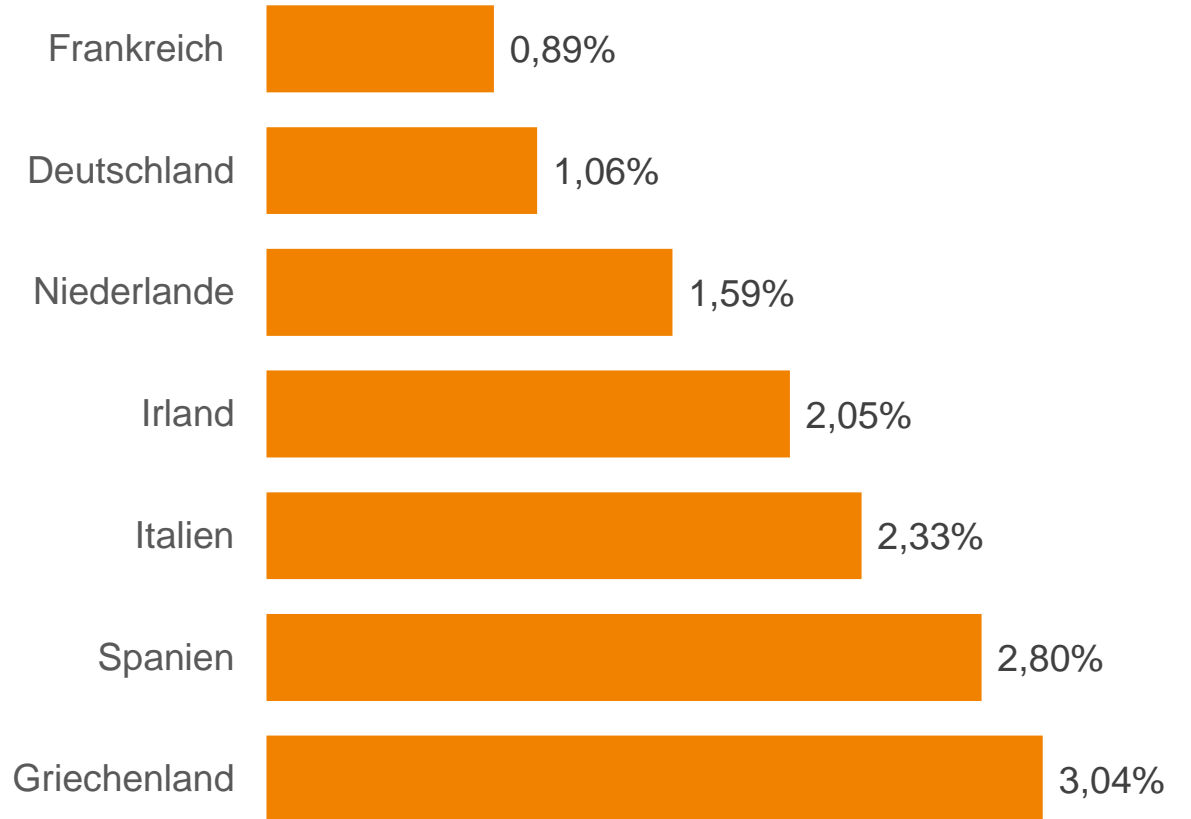


Commerzbank und Deutsche Bank als einzige börsennotierte dt. Großbanken

Deutschland hinkt bei der Bankenkonsolidierung hinterher (2023)\*



Frankreich und Deutschland mit der niedrigsten Zinsmarge (Q4 2024)



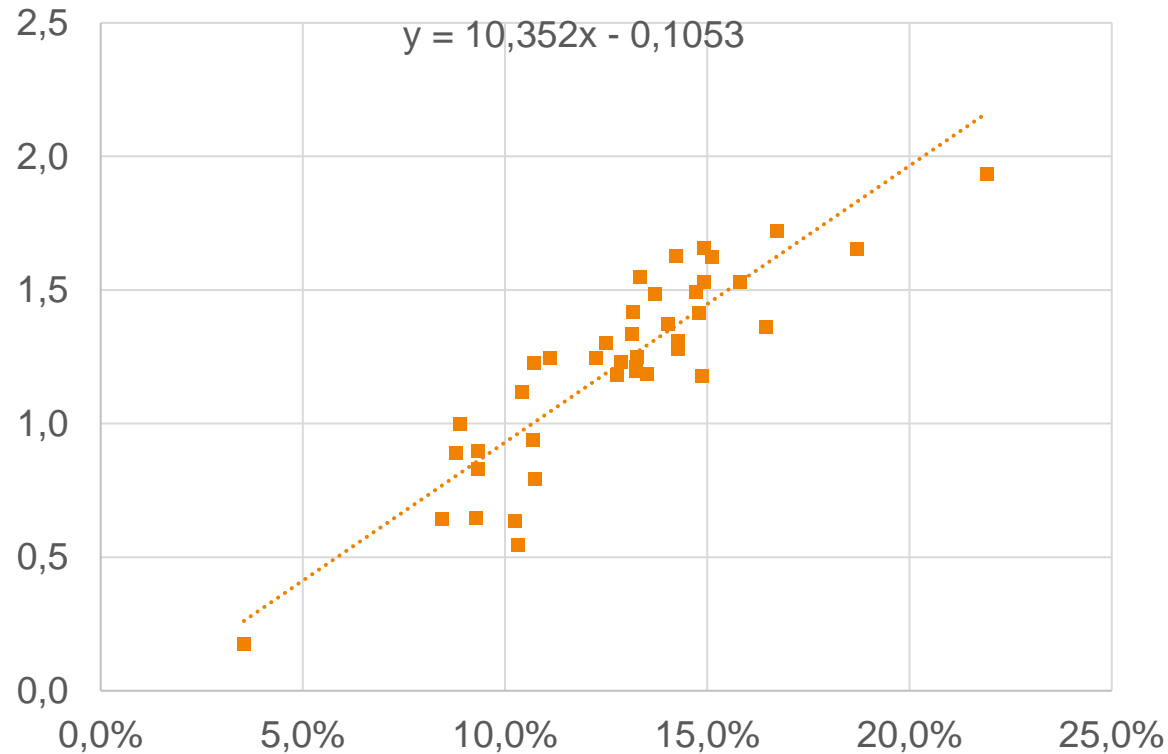
Quelle: bpb, DZ Bank, ECB ; \* Anteil der 5 größten nationalen Banken an der Bilanzsumme aller Banken

# Europäische Banken: Bewertung auf Basis K/BW und ROE



Regressionsanalyse auf Basis K/BW und ROE

2026e



- Wir nutzen eine Regressionsanalyse (auf Basis von geschätztem ROE und K/BW) zur Ableitung eines fairen Wertes je Aktie.
- Werte oberhalb der Linie in der Grafik sind tendenziell überbewertet, Werte unterhalb der Linie sind tendenziell unterbewertet.
- Wichtig bei der Peer Group-Bewertung ist die genaue Analyse einer möglichen Unter- bzw. Überbewertung; dafür kann es gute Gründe geben, so dass eine vermeintliche Unterbewertung sich beim zweiten Blick als gerechtfertigt darstellt.
- Der faire Wert dient zur Validierung unseres mit Hilfe des RoTE/CoE ermittelten Fair Values – bei großen Abweichungen schauen wir uns die Annahmen aus dem Bewertungsmodell nochmal detailliert an.

Quelle: Bloomberg, DZ Bank

Seite 27

# Privatkundengeschäft: Welche sind die größten Herausforderungen?



Was ist Ihre Meinung?

- Regulierung bzw. Bürokratie
- Neue Wettbewerber (Revolut, Trade Republic)
- Mitarbeiterrekrutierung
- Digitalisierung/KI
- Abnehmende Bedeutung der Filiale für die Kundenbetreuung ?
- Gewinnung junger Kunden
- .....

## 4. Praxisbeispiel: Commerzbank

Übernahmekrimi in Frankfurt – Andrea lässt nicht locker

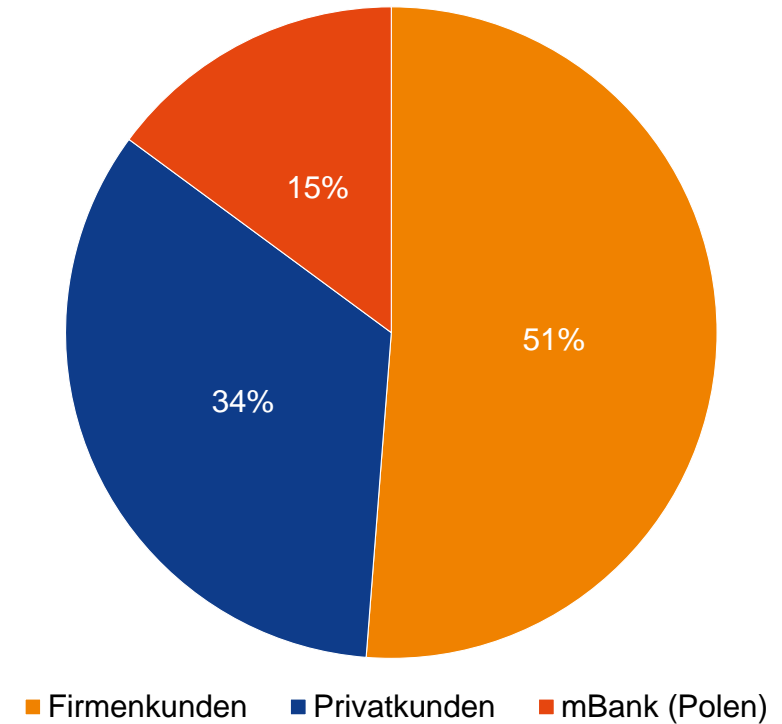
## Profiteur von Zinsanstieg und Übernahmespekulation

### Kursentwicklung

Eindrucksvolle Kursentwicklung in den letzten Jahren



### Operatives Ergebnis nach Segmenten (%)



## Fokus auf das deutsche Privat- und Firmenkundengeschäft

- Commerzbank v.a. im deutschen Privatkunden- und Firmenkundengeschäft aktiv.
- Polen wichtigster Auslandsmarkt.
- Investment Banking spielt untergeordnete Rolle.
- Dank des Zinsanstiegs hat sich die Profitabilität deutlich erhöht in den letzten Jahren.
- Profiteur vom deutschen Investitionsprogramm.
- Ambitionierte Ziele für 2028 (15% ROTE & 50% CIR in 2028) – weiterer Ausbau des Provisionsgeschäftes als wichtiger Treiber.
- Übernahme aus unserer Sicht auf aktuellem Kursniveau eher unwahrscheinlich.

### Kennzahlenübersicht

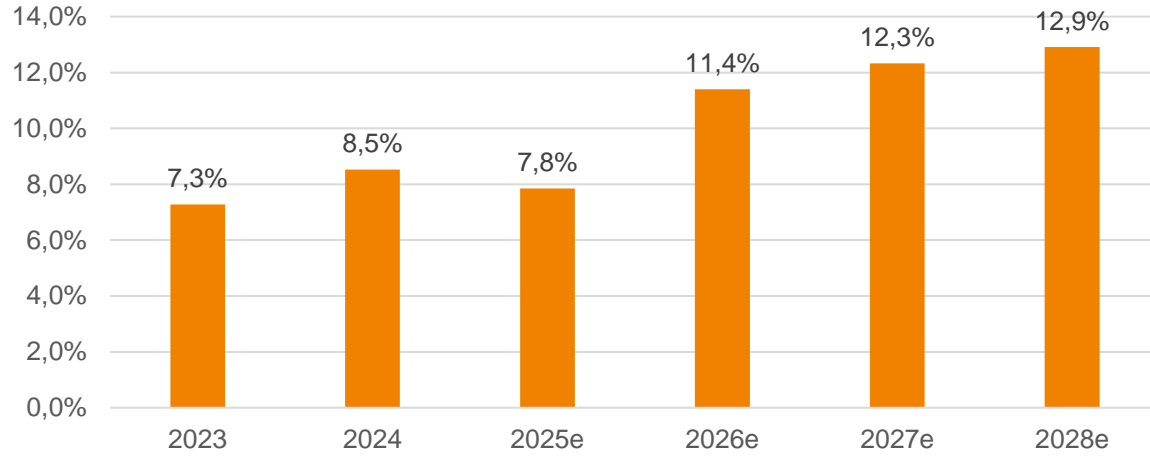
Empfehlung	Verkaufen
Aktueller Kurs	31,77
Fair Value	28
Upside/Downside	-12%

### Bewertung

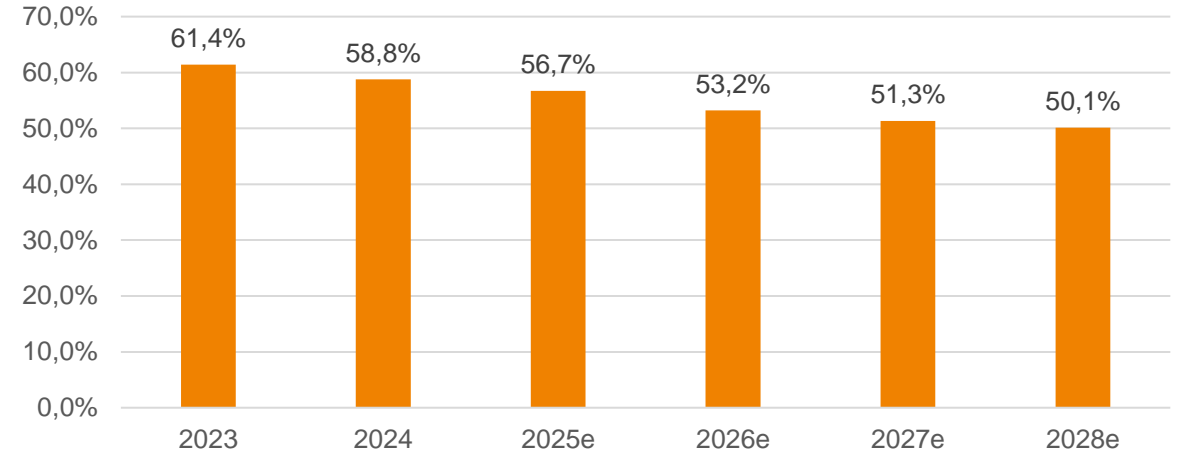
KGV 2025e	16,0x
Kurs/Buchwert 2025e	1,2x
ROE 2025e	7,8%
Kurs/mat. BW 2025e	1,3x
ROTE 2025e	8,3%
Div.rendite 2025e	2,5%
CET 1 Ratio 2025e	14,7%

Marktkapitalisierung (Mrd. Euro)	35.821
Free Float	64%

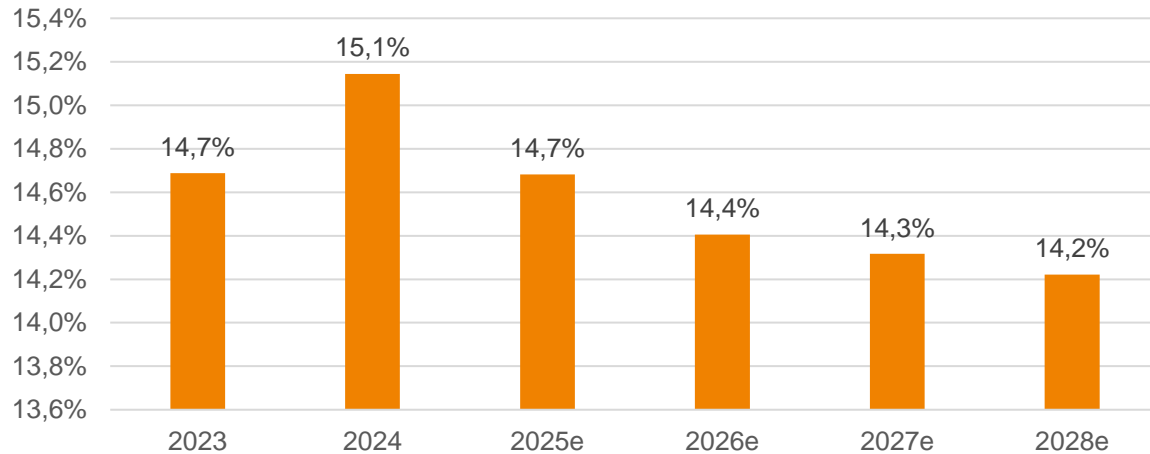
## Eigenkapitalrendite mit weiterem Aufwärtspotenzial



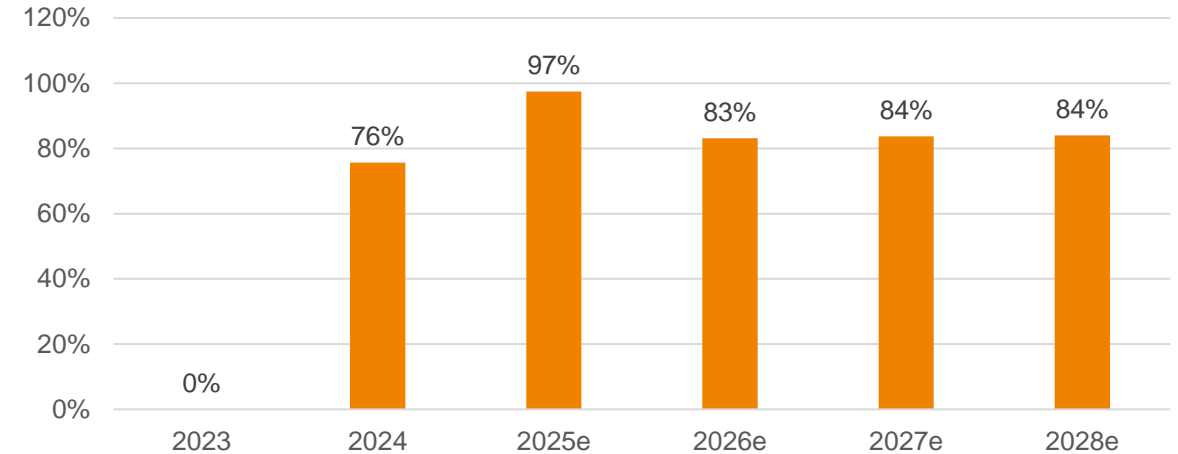
## Kosteneffizienz (CIR) schon deutlich verbessert



## Sehr starke Kapitalisierung



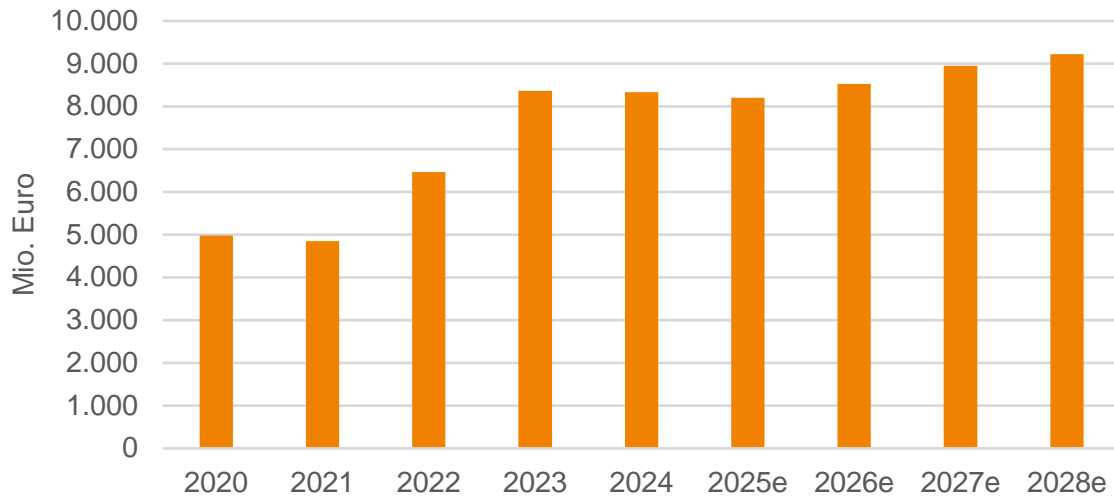
## Ausschüttungsquote soll auf Rekordniveau steigen



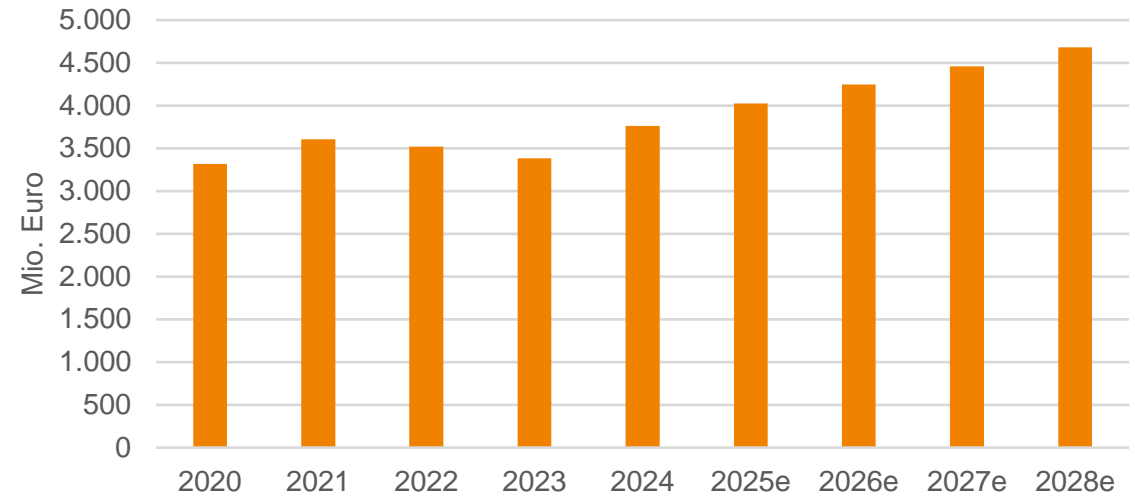


## Provisionsüberschuss soll überproportional wachsen

Zinsüberschuss hat von gestiegenen Zinsen profitiert



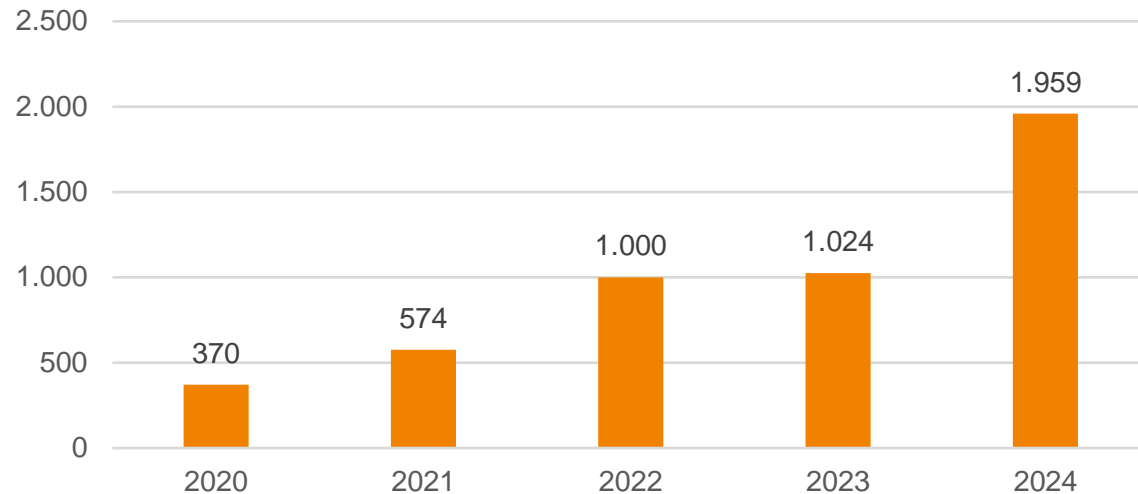
Provisionsüberschuss mit Nachholpotenzial



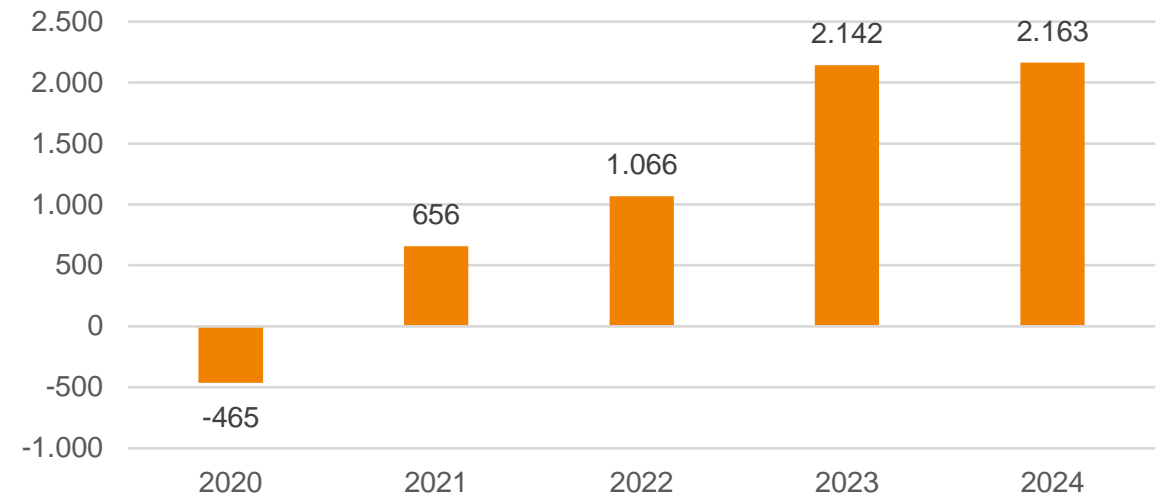
- Zinsüberschuss ist zwischen 2020 und 2024 um 67% auf 8,3 Mrd. Euro angestiegen, der Zinsanstieg war der entscheidende Treiber. Das sog. Beta (gibt an welchen Anteil des EZB-Zins die Bank an Einlagekunden weitergibt) ist mit 42% (Q3 2025) weiter relativ niedrig.
- Der Anteil des Zinsüberschusses an den Gesamterträgen bleibt mit 67% auf einem relativ hohen Niveau.
- Der Provisionsüberschuss hat sich im gleichen Zeitraum um nur 11% erhöht; CBK strebt bis 2028 Steigerung um 33% an, Asset and Wealth Management als wichtiger Treiber.

## Firmenkundengeschäft mit größerem Ergebnisanteil

Entwicklung operatives Ergebnis (Mio. Euro) Privatkundengeschäft



Entwicklung operatives Ergebnis (Mio. Euro) Firmenkundengeschäft

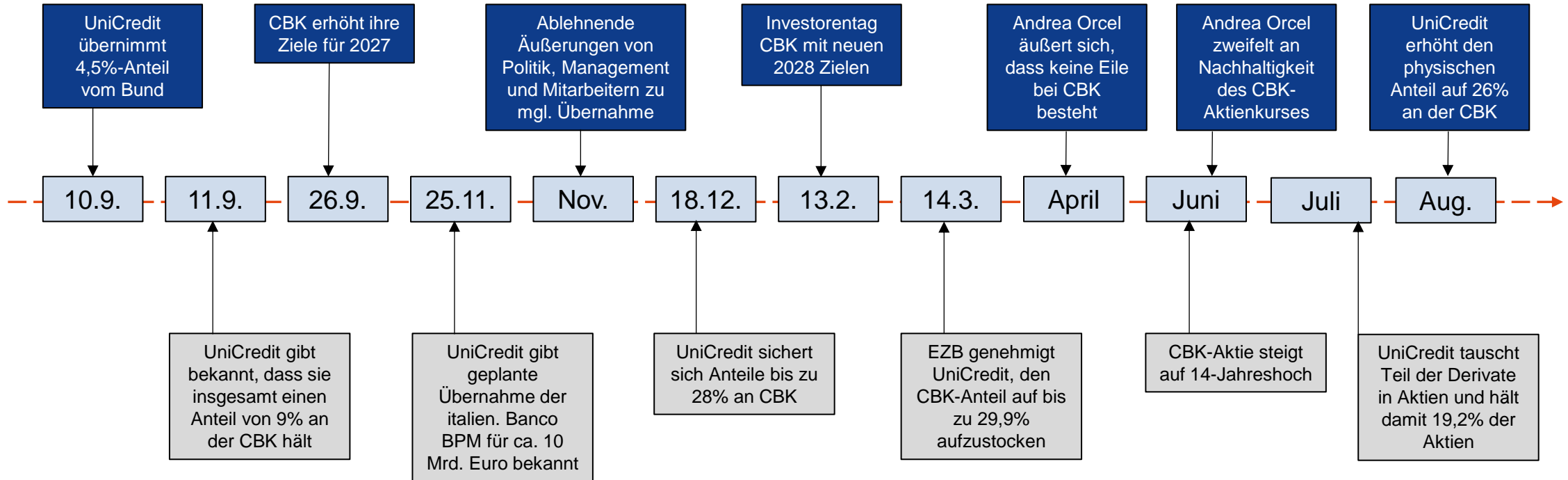


- Das Privatkundengeschäft umfasst das klassische Privatkundengeschäft, comdirect und mbank. Mit abnehmender Belastung aus den von der mbank vergebenen Fremdwährungskrediten sollte sich das Ergebnis deutlich verbessern in den nächsten Quartalen.
- Im Firmenkundengeschäft (CBK sieht sich als führende Mittelstandsbank in Deutschland) ist die Bank gut aufgestellt, bis jetzt spiegelt sich der Anstieg der Unternehmensinsolvenzen nur teilweise in höheren Risikokosten wider.
- Commerzbank sollte insbesondere im Firmenkundengeschäft vom dt. Investitionsprogramm profitieren.
- Der Anteil der notleidenden Kredite bleibt mit 1,0% auf einem niedrigen Niveau, Risikokosten bei 0,2%.

# UniCredits<sup>10)</sup> 11) Übernahmeversuch der Commerzbank<sup>6)</sup> 7) 10) 11)



Ein Krimi mit offenem Ausgang (Beginn: 10.9.2024)



## Commerzbank wieder im Fokus von Übernahmespekulationen

Kursentwicklung seit Bekanntgabe des ersten Anteilserwerbs durch UniCredit



- Commerzbank seit Bekanntgabe des Anteilserwerbs durch UniCredit am 10.9.2024 wieder ein Übernahmeziel – überraschender Coup, schnell wird klar, dass weder Politik noch Management eine Übernahme befürworten.
- UniCredit hat inzwischen einen direkten Anteil in Höhe von 26% an der CBK und hält über Derivate weitere rund 3% der Aktien.
- Anfangs waren Investoren skeptisch, ob feindliche Übernahmen im Bankensektor möglich sind.
- Inzwischen sind sowohl der hohe Aktienkurs als auch der feindliche Charakter der Übernahme ein Problem für UniCredit.
- Übernahme macht auf dem Kursniveau eigentlich keinen Sinn mehr für UniCredit...
- ... aber Herr Orcel ist immer für Überraschungen gut

## Bewertung I: RoTE/CoE-Modell

RoE/CoE	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	Ø Cycle
EPS	1,15	1,63	2,08	1,98	3,07	3,60	4,11	3,33
TBVPS	23,47	22,16	23,49	24,61	26,68	29,10	31,76	31,76
<b>RoTE</b>		<b>7,14%</b>	<b>9,11%</b>	<b>8,25%</b>	<b>11,97%</b>	<b>12,91%</b>	<b>13,50%</b>	<b>10,50%</b>
<b>CoE</b>		<b>9,81%</b>	<b>9,81%</b>	<b>9,81%</b>	<b>9,81%</b>	<b>9,81%</b>	<b>9,81%</b>	<b>9,81%</b>
EVA per share					0,55	0,87	1,12	0,22
Years				0,10	1,10	2,10	3,10	4,10
Present Value EVA/Terminal					<b>0,50</b>	<b>0,71</b>	<b>0,84</b>	<b>1,70</b>
<b>TBVPS 2025e</b>				<b>24,39</b>				
Present Value EVA/Terminal				3,75				
<b>Present Value</b>				<b>28,14</b>				
<b>Value Excess/Deficit Capital incl. DPS Payment</b>				<b>0,00</b>				
<b>Fair Value</b>				<b>28,1</b>				
Upside/Downside				-13%				

Eigenkapitalkosten von 9,8%

Langfristig erzielbare materielle Eigenkapitalrendite von 10,5%

Summe der abdiskontierten zukünftigen Erträge, die über die Kapitalkosten hinaus verdient werden

Errechneter Fairer Wert je Aktie

Buchwert (exkl. Goodwill) je Aktie per Ende 2025e

## Bewertung II: Peer Group-Vergleich

- Wichtiger Faktor bei Berechnung eines fairen Wertes ist die Zusammenstellung der Peer Group.
- Die Peer Group sollte nur Banken umfassen, die ähnliches Geschäftsmodell verfolgt und in vergleichbaren Regionen aktiv ist.
- Für die Commerzbank haben wir v.a. andere Banken mit Fokus Privat- und Firmenkundengeschäft ausgewählt, die v.a. in Westeuropa aktiv sind.
- Der mit Hilfe von KGV und K/BW (Regressionsanalyse unter Berücksichtigung des ROE) ermittelte faire Wert liegt bei ca. 29 Euro.

Name	Aktienkurs	Marktkap.	KGv 25e	KGv 26e	P/B 25e	P/B 26e	ROE 25e	ROE 26e	Div.r.25e
ABN AMRO Bank NV	26,72	21.979	10,4x	9,8x	0,9x	0,9x	9,2%	9,3%	4,8%
Credit Agricole SA	16,01	48.796	7,3x	6,9x	0,7x	0,6x	9,5%	9,3%	7,1%
AIB Group PLC	8,31	17.746	10,4x	10,1x	1,3x	1,2x	13,0%	12,3%	5,2%
Banco BPM SpA	12,43	18.819	10,1x	9,9x	1,3x	1,3x	13,6%	13,1%	8,4%
Banco Comercial Portugues SA	0,78	11.828	11,5x	10,2x	1,6x	1,5x	14,0%	14,9%	4,1%
BAWAG Group AG	110,80	8.532	10,4x	8,9x	2,0x	1,9x	20,4%	21,9%	5,5%
Bank of Ireland Group PLC	15,25	14.528	10,8x	9,6x	1,3x	1,2x	10,9%	12,8%	4,1%
Bankinter SA	13,35	12.000	11,4x	10,8x	1,9x	1,7x	17,1%	16,7%	4,6%
BPER Banca SPA	10,16	19.958	9,8x	9,2x	1,3x	1,3x	14,0%	14,3%	6,7%
Banca Monte dei Paschi di Sien	8,43	25.611	11,2x	9,7x	0,9x	1,0x	9,0%	8,9%	10,3%
CaixaBank SA	9,21	65.272	11,7x	11,0x	1,7x	1,6x	15,0%	15,1%	5,2%
Erste Group Bank AG	88,40	36.289	11,5x	9,6x	1,6x	1,4x	14,5%	14,8%	0,9%
ING Groep NV	21,52	65.024	10,6x	9,3x	1,3x	1,2x	12,1%	13,2%	5,1%
Intesa Sanpaolo SpA	5,60	97.567	10,5x	9,8x	1,6x	1,5x	15,1%	15,8%	6,7%
KBC Group NV	105,35	43.988	12,3x	11,2x	1,8x	1,7x	14,5%	14,8%	5,1%
Banco de Sabadell SA	3,08	15.443	9,4x	9,5x	1,1x	1,2x	11,7%	12,9%	6,8%
UniCredit SpA	62,52	97.401	9,5x	8,8x	1,5x	1,4x	16,5%	16,5%	5,2%
<b>Average</b>			<b>10,5x</b>	<b>9,7x</b>	<b>1,4x</b>	<b>1,3x</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,9%</b>	<b>5,6%</b>
Commerzbank AG	31,65	35.674	12,9x	10,5x	1,2x	1,1x	8,5%	10,4%	3,1%
Fair Value auf Basis KGV			2025e	2026e	FV Regressionsanalyse		2025e	2026e	
				25,7				22,68	29,21

## Kennzahlenübersicht

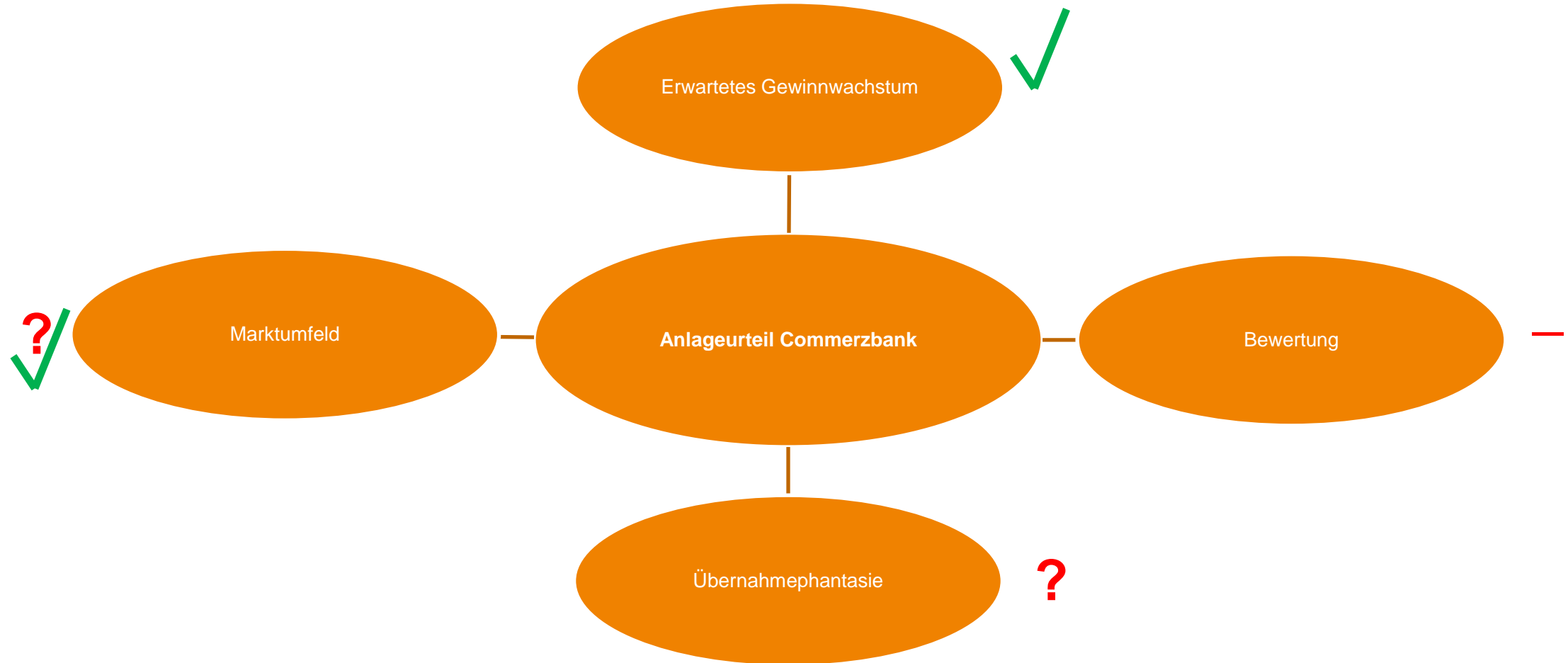
	2024	ggü. Vj.	2025e	ggü. Vj.	2026e	ggü. Vj.	2027e	ggü. Vj.	2028e	ggü. Vj.
<b>GuV (in Mio. Euro)</b>										
Erträge	11.106	6,2%	12.125	9,2%	13.075	7,8%	13.713	4,9%	14.205	3,6%
Zinsüberschuss	8.331	-0,4%	8.200	-1,6%	8.528	4,0%	8.954	5,0%	9.223	3,0%
Kosten	6.527	1,6%	6.876	5,3%	6.956	1,2%	7.038	1,2%	7.121	1,2%
Risikovorsorge	743	20,2%	780	5,0%	750	-3,8%	725	-3,3%	700	-3,4%
Saldo sonstige Erträge/Aufw.	-3		-575		0		0		0	
Ergebnis vor Steuern	3.833	12,7%	3.895	1,6%	5.369	37,8%	5.951	10,8%	6.384	7,3%
Steuern	989	-16,8%	1.129	14,2%	1.503	33,1%	1.666	10,8%	1.788	7,3%
Anteile Dritter/Zahlungen AT1	400	117,1%	520	30,0%	540	3,8%	580	7,4%	600	3,4%
Ergebnis nach Steuern	2.444	20,4%	2.245	-8,1%	3.326	48,1%	3.705	11,4%	3.997	7,9%
Ergebnis je Aktie (Euro)	2,08	27,7%	1,98	-4,6%	3,07	54,7%	3,60	17,4%	4,11	14,1%
Dividende je Aktie (Euro)	0,65	85,7%	0,80	23,1%	1,10	37,5%	1,40	27,3%	1,70	21,4%
<b>Bilanz (in Mio. Euro)</b>										
Bilanzsumme	555.000	7,3%	571.650	3,0%	588.800	3,0%	606.463	3,0%	624.657	3,0%
Kreditvolumen	278.990	3,7%	284.570	2,0%	293.107	3,0%	304.831	4,0%	317.024	4,0%
Eigenkapital	28.500	-1,3%	28.724	0,8%	29.604	3,1%	30.508	3,1%	31.431	3,0%
Eigenkapital exkl. imm. Vg.	27.100	-1,4%	27.324	0,8%	28.204	3,2%	29.108	3,2%	30.031	3,2%
Risikoaktiva	173.000	-1,2%	179.972	4,0%	185.371	3,0%	192.842	4,0%	200.613	4,0%
<b>Kennzahlen</b>										
Cost/Income-Ratio	58,8%		56,7%		53,2%		51,3%		50,1%	
ROE	8,5%		7,8%		11,4%		12,3%		12,9%	
ROTE	9,0%		8,3%		12,0%		12,9%		13,5%	
Risikokosten	0,3%		0,3%		0,3%		0,2%		0,2%	
Anteil notleidender Kredite	1,1%		1,1%		1,0%		0,9%		0,9%	
Kernkapitalquote (CET1)	15,1%		14,7%		14,4%		14,3%		14,2%	
Gesamtkapitalquote	19,9%		19,2%		18,8%		18,6%		18,3%	
Leverage ratio	4,8%		4,7%		4,6%		4,6%		4,6%	
<b>Bewertung</b>										
KGV	15,5x		16,3x		10,5x		9,0x		7,9x	
Dividendenrendite	2,0%		2,5%		3,4%		4,3%		5,3%	
Kurs/Buchwert	1,4x		1,2x		1,2x		1,1x		1,0x	
Kurs/Nettobuchwert	1,5x		1,3x		1,2x		1,1x		1,0x	

Quelle: Bloomberg, Commerzbank, DZ Bank

## Commerzbank 6) 7) 10) 11):



Viele Aspekte fließen in das Anlageurteil ein





## Coverage-Übersicht Philipp Häßler

Name	Marktkapit. (EUR/USD Mio.)	Empfehlung	Aktienkurs	Fair Value	Potential	KGV 2025e	K/BW 2025e	ROE 2025e	Div.r. 2025e
Banco Santander	133.849	Kaufen	9,0	9,6	7%	10,1x	1,4x	13,2%	2,7%
BNP Paribas	78.756	Halten	70,5	70,0	-1%	7,0x	0,7x	9,7%	7,1%
Commerzbank	36.350	Verkaufen	32,3	28,0	-13%	13,2x	1,2x	8,5%	3,0%
Deutsche Bank	58.759	Kaufen	30,2	34,5	14%	10,0x	0,9x	8,9%	3,3%
ING Group	65.280	Kaufen	21,6	24,0	11%	10,6x	1,3x	12,1%	5,1%
Intesa Sanpaolo	98.386	Kaufen	5,7	6,2	10%	10,5x	1,6x	15,1%	6,6%
Société Générale	44.480	Kaufen	58,0	62,0	7%	9,2x	0,7x	8,0%	2,7%
UBS	109.347	Kaufen	30,5	34,0	12%	15,2x	1,3x	8,8%	2,6%
UniCredit	98.336	Kaufen	63,3	76,0	20%	9,6x	1,5x	16,5%	5,2%
Deutsche Börse	39.524	Kaufen	209,9	275,0	31%	18,8x	3,3x	17,8%	2,0%
Grenke	651	Kaufen	14,0	22,0	57%	10,2x	0,5x	5,2%	2,6%
Baader Bank	307	Kaufen	6,3	7,0	11%	6,9x	1,4x	21,6%	4,1%
Visa	550.654	Kaufen	324,1	400,0	23%	25,4x	15,9x	63,1%	0,8%
Mastercard	413.134	Kaufen	530,4	630,0	19%	32,2x	58,8x	203,6%	0,6%
American Express	205.938	Halten	344,6	340,0	-1%	22,3x	7,7x	34,5%	1,0%
Paypal	48.787	Kaufen	60,1	85,0	41%	11,2x	2,9x	25,4%	0,2%
Adyen	41.800	Kaufen	1326,0	1800,0	36%	39,2x	7,9x	22,5%	0,0%
JP Morgan	716.152	Halten	303,3	300,0	-1%	15,0x	2,4x	16,7%	1,9%

# Fragen & Antworten



**Vielen Dank**

# Definitionen der Interessenkonflikte

Die nachfolgenden **Definitionen** erläutern die nach den aufsichtsrechtlichen Bestimmungen anzugebenden potenziellen Interessenkonflikte (sogenannte ‚**Hochziffern**‘) der DZ BANK und / oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe in Bezug auf die in einer Finanzanalyse analysierten Emittenten und / oder Finanzinstrumente:

- 1) Die DZ BANK verfügt über eine **Netto-Long-Position** von mehr als 0,5% bezogen auf das insgesamt ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.
- 2) Die DZ BANK verfügt über eine **Netto-Short-Position** von mehr als 0,5% bezogen auf das gesamte ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.
- 3) Die DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen verfügt rechtlich oder wirtschaftlich über eine **Beteiligung von 1% oder mehr** bezogen auf die von dem Emittenten ausgegebenen Eigenkapitalinstrumente.
- 4) Der Emittent hält mehr als 5% des insgesamt ausgegebenen Aktienkapitals der DZ BANK.
- 5) Die DZ BANK, eines ihrer Gruppenunternehmen oder eine natürliche oder juristische Person, die vertraglich in die Erstellung von Anlageempfehlungen eingebunden ist, ist zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Studie als **Market Maker, Designated Sponsor und / oder Liquidity Provider** für Finanzinstrumente des Emittenten tätig.
- 6) Die DZ BANK, eines ihrer Gruppenunternehmen oder eine natürliche oder juristische Person, die vertraglich in die Erstellung von Anlageempfehlungen eingebunden ist, war in den letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Studie als **Manager oder Co-Manager eines privaten und / oder öffentlichen Angebots** für Finanzinstrumente des Emittenten tätig.
- 7) Der Emittent ist oder war in den letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Studie **Kunde** der DZ BANK für Dienstleistungen des **Investmentbanking**.
- 8) Die DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen hat in den zurückliegenden 12 Monaten von dem Emittenten eine **Vergütung** für Dienstleistungen des **Investmentbanking** erhalten.
- 9) Die DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen erwartet oder beabsichtigt, in den nächsten 3 Monaten von dem Emittenten eine **Vergütung** für Dienstleistungen des **Investmentbanking** zu erhalten oder geltend zu machen.
- 10) Der Emittent ist oder war **Kunde** der DZ BANK, eines ihrer Gruppenunternehmen oder einer natürlichen oder juristischen Person, die vertraglich in die Erstellung von Anlageempfehlungen eingebunden ist oder war, für **wertpapierbezogene Dienstleistungen**, wie sie in den Abschnitten A und B des Anhangs I zur Richtlinie 2014/65/EU genannt sind, wobei sich aus der zugrunde liegenden Vereinbarung in letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse entweder eine Verpflichtung zur Zahlung oder ein Recht zum Erhalt einer Vergütung ergab.
- 11) Der Emittent ist oder war in letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse **Kunde** der DZ BANK für **nicht-wertpapierbezogene** Dienstleistungen.
- 12) DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen hat mit dem Emittenten eine **Vereinbarung über die Erstellung von Anlageempfehlungen** über von ihm emittierte Finanzinstrumente geschlossen.

# Impressum

**Herausgeber:**

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main,  
Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main

**Telefon:** +49 69 7447 - 01

**Telefax:** + 49 69 7447 - 1685

**Homepage:** [www.dzbank.de](http://www.dzbank.de)

**E-Mail:** [mail@dzbank.de](mailto:mail@dzbank.de)

**Vertreten durch den Vorstand:** Dr. Cornelius Riese (Vorstandsvorsitzender), Souâd Benkredda, Uwe Berghaus, Dr. Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Johannes Koch, Michael Speth, Thomas Ullrich

**Aufsichtsratsvorsitzender:** Henning Deneke-Jöhrens

**Sitz der Gesellschaft:** Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

**Aufsicht:** Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

**Umsatzsteuer Ident. Nr.:** DE114103491

**Sicherungseinrichtungen:** Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:

[www.bvr-institutssicherung.de](http://www.bvr-institutssicherung.de)

[www.bvr.de/SE](http://www.bvr.de/SE)

**Verantwortlich für den Inhalt:** Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2024

Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main