

Unternehmen aktuell

Reuters: CRDI.MI · Bloomberg: UCG IM · ISIN: IT0000064854

BITTE BEACHTEN SIE DEN HINWEIS AUF DER LETZTEN SEITE!

UniCredit

Anlageurteil

Nach der jüngsten – vor allem sektorbedingten – Konsolidierungsphase besteht aktuell ein Aufwärtspotenzial von 23% zu unserem unveränderten Kursziel von 2,80 Euro (Peer Group-Bewertung). Auf Basis des derzeitigen Bewertungsniveaus (u.a. signifikanter Discount zur Peer Group auf KBV-Basis) votieren wir neu mit Kaufen (alt: Halten). Die Q3-Zahlen von UniCredit sind u.E. gemischt ausgefallen. Der Rückgang der Risikovorsorge (Peak bei Risikovorsorge damit in Q2 2009) sowie die anhaltend gute Kostenkontrolle haben überzeugt. Die Topline-Entwicklung blieb allerdings angesichts eines schwächeren Zinsergebnisses (u.a. Wegfall der Überziehungszinsen; Margendruck durch gesunkenes Zinsniveau im kurzen Laufzeitenbereich) hinter unseren Erwartungen zurück. Fortschritte wurden dagegen bei der Verbesserung der Kapitalausstattung erreicht (organische Kapitalgenerierung von 70 Basispunkten in Q3 2009). In 2010 erwarten wir eine zweistellige Kapitalquote bei UniCredit (derzeit pro forma Tier I-Quote von 9,2%).

Unternehmensdaten				
(in Mio. EUR / IFRS)	2007	2008	2009e	2010e
Gesamterträge	29.502	26.866	27.830	28.540
gg. Vj. (%)	25,7	-8,9	3,6	2,6
EBT	10.510	5.458	3.722	4.678
gg. Vj. (%)	28,0	-48,1	-31,8	25,7
Nettoergebnis	6.506	4.012	1.918	2.585
gg. Vj. (%)	19,4	-38,3	-52,2	34,8
Eigenkapital	57.690	54.999	59.887	62.472
Risikoaktiva	558.639	512.532	447.818	472.400
ROE (%)	13,5	7,1	3,3	4,2
Cost-Income-Ratio (%)	54,8	62,1	55,2	54,0

Daten je Aktie (in EUR)				
Ergebnis	0,53	0,30	0,11	0,15
Buchwert	4,32	4,12	3,57	3,72
Dividende	0,26	0,00	0,00	0,05

Unternehmensportrait

Die UniCredit zählt zu den führenden europäischen Geschäftsbanken und gehört seit der Übernahme der HypoVereinsbank, der Bank Austria-Creditanstalt und der polnischen Bank BPH zu den aktiven Playern bei der europäischen Bankenkonsolidierung. UniCredit hat zudem im Oktober 2007 die italienische Geschäftsbank Capitalia für annähernd 20 Mrd. Euro übernommen und damit ihre marktführende Stellung in Italien gefestigt. Organisatorisch umfasst die UniCredit die Geschäftsfelder Retail Banking, Corporate Banking, Private Banking & Asset Management, Markets & Investment Banking, Poland Markets und Central Eastern Europe. Die Gesellschaft erreicht mit über 9.000 Niederlassungen in Italien, Deutschland, Österreich, Polen sowie Mittel- und Osteuropa mehr als 40 Mio. Kunden. UniCredit verfügt derzeit über folgende Credit Ratings: S&P: A, Moody's: Aa3, Fitch: A.

Aktienanalyse

Titelinschätzung

Kaufen

(zuvor Halten)

Branche

Banken

Kursziel

2,80 EUR

Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 17.12.2009 (EUR)	2,27
Anzahl der Aktien (Mio.)	16.779,3
Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	38.005
Freefloat (%)	94,99

Bewertungskennzahlen

	2009e	2010e
KGV	19,8	14,7
KBV	0,6	0,6
Marktkap./Gesamterträge	1,4	1,3
Marktkap./EBT	10,2	8,1
Dividendenrendite (%)	0,0	2,2

Termine

16.03.2010	Zahlen Jahresabschluss
22.04.2010	Hauptversammlung

Historische Entwicklung (Schlusskurs)

52-Wochen-Hoch/Tief (EUR)	2,80/0,56
---------------------------	-----------

absolut (%)	1M	3M	12M
	-9,7	-15,5	71,1
relativ gg. (PP)	1M	3M	12M
DJ EuroStoxx 50	-9,1	-15,4	52,8
DJ Stoxx 600	-2,4	-6,9	26,2
Banks			



Kontaktadresse (siehe letzte Seite)

Highlights

- Angesichts einer schwächeren Ertragsentwicklung (vor allem Zinsüberschuss) wurde unsere Prognose sowie der Marktkonsens auf der Nettoebene verfehlt.
- Durch den signifikanten Rückgang in Q3 2009 ist der Höhepunkt der Risikovorsorge in Q2 2009 erreicht worden.

Geschäftsentwicklung

Das Q3 2009-Nettoergebnis von 394 (Vj.: 532) Mio. Euro hat unsere Prognose von 427 Mio. Euro bzw. den Marktkonsens von 408 Mio. Euro verfehlt. Damit wurde das Ergebnisniveau der Vorquartale (Q2 2009: 490 Mio. Euro; Q1 2009: 447 Mio. Euro) nicht erreicht. Ähnlich wie beim Wettbewerber Intesa Sanpaolo wurde die Entwicklung der wichtigsten Ertragskennziffer Zinsüberschuss (3,99 (Vj.: 4,91; Q2 2009: 4,81) Mrd. Euro) von dem (staatlich verordneten) Wegfall von Überziehungszinsen negativ beeinflusst. Der Rückgang im Quartalsvergleich von insgesamt 824 Mio. Euro ergibt sich zu 131 Mio. Euro aus dem Wegfall von Überziehungszinsen bzw. 175 Mio. Euro aus angefallenen Sondereffekten im Vorquartal. Der Großteil des niedrigeren Zinsergebnisses (Effekt von 518 Mio. Euro) begründet sich durch den Rückgang der Kundenkredite (-3% auf 565,5 Mrd. Euro; dabei Segment Retail -3% bzw. Segment Osteuropa -2%) bei stagnierenden Kundeneinlagen (590,1 Mrd. Euro). Zudem hat sich durch das gesunkene Zinsniveau vor allem im kurzen Laufzeitenbereich (durchschnittlicher 3M-Euribor-Satz in Q3 2009: 0,87%; Q2 2009: 1,32%) der Margendruck verstärkt.

Das Provisionsergebnis (1,93 Mrd. Euro; QoQ: +2%; YoY: -12%) konnte sich dagegen weiter erholen (anziehendes Fondsgeschäft; erstmalige Erträge aus der sukzessiven Einführung von Bereitstellungsprovisionen), wenngleich das Niveau des Vorjahres noch deutlich unterschritten wurde. Das sehr gute Q2-Niveau des Handelsergebnisses konnte mit 715 (Vj.: -524; Q2 2009: 1.029) Mio. Euro zwar nicht erreicht werden, dennoch wurde in Q3 2009 das zweitbeste Handelsergebnis in den letzten zwei Jahren erzielt.

Wie bereits in den Vorquartalen war auch das Q3-Ergebnis von einer guten Kostenkontrolle gekennzeichnet. Gegenüber dem Vorjahresniveau verringerten sich die Verwaltungsaufwendungen um 8% (struktur- und währungsbereinigt: -5%). Dabei wurde ein Rückgang von 5% in den westeuropäischen Märkten (Italien, Deutschland, Österreich) bzw. 17% in den osteuropäischen Märkten verzeichnet. Durch den in Q3 2009 fortgesetzten Personalabbau (-1.586 Stellen) sind in diesem Jahr bereits rund 8.100 Stellen (entsprechend 5% des Personalbestandes) abgebaut worden. Die hieraus resultierenden Kosteneffekte waren anhand der 9M-Zahlen bereits ersichtlich (Personalaufwendungen 9M 2009: -10%; struktur- und währungsbereinigt: -7%). Bis Ende 2010 ist noch der Abbau weiterer 3.800 Stellen vorgesehen.

Wie Intesa Sanpaolo konnte auch UniCredit die Risikovorsorge im Quartalsvergleich signifikant reduzieren. Mit 2,16 Mrd. Euro liegt sie 11% unter dem Q2 2009-Niveau (Intesa Sanpaolo QoQ: -24%). Dabei ist festzustellen, dass in allen Segmenten eine rückläufige Entwicklung zu verzeichnen war (Retail QoQ: -24%; Corporate & Investment Banking QoQ: -16%). Einzig in Osteuropa wurde auf Grund gestiegener Vorsorgemaßnahmen in Kasachstan (+249 Mio. Euro) eine höhere Risikovorsorge ausgewiesen. Bereinigt um diesen Effekt betrug der QoQ-Rückgang 19%.

Perspektiven

Auf Grund der im Branchenvergleich niedrigen Tier I-Quote besitzt die Verbesserung der Kapitalausstattung – ähnlich wie beim nationalen Wettbewerber Intesa Sanpaolo – oberste Priorität bei UniCredit. Mit der im September angekündigten Kapitalerhöhung von 4,0 Mrd. Euro wird sich die zum 30.09.2009 ausgewiesene Tier I-Quote von 8,4% um 80 Basispunkte auf 9,2% verbessern. Die pro forma Tier I-Quote von UniCredit liegt nach dieser Kapitalmaßnahme weiterhin unter den Kapitalquoten vergleichbarer (europäischer) Wettbewerber (u.a. BNP Paribas: 10,0%). Eine zweistellige Tier I-Quote wird UniCredit u.E. im nächsten Geschäftsjahr erreichen.

Die Q3-Zahlen von UniCredit sind gemischt ausgefallen. Die Entwicklung der Risikovorsorge (Peak in Q2 2009 gesehen) sowie die unverändert gute Kostenkontrolle überzeugten. Die Topline-Entwicklung und hier im Speziellen die Entwicklung des Zinsergebnisses haben dagegen enttäuscht. Beim Zinsüberschuss ist auch in Q4 2009 von einer schwächeren Entwicklung auszugehen. Zum einen wird unverändert der Wegfall der Überziehungszinsen das Ergebnis belasten. Zum anderen wird das Ergebnis angesichts des noch weiter gesunkenen Zinsniveaus im kurzen Laufzeitenbereich (durchschnittlicher 3M-Euribor-Satz in Q4 2009 QTD: 0,73%; Q3 2009: 0,87%; Q2 2009: 1,32%) durch einen anhaltenden Margendruck gekennzeichnet sein.

Im Vorfeld der im Januar geplanten Kapitalerhöhung hat sich die UniCredit-Aktie in den letzten Handelswochen schwächer entwickelt (absolut 1M: -8%). Dies ist allerdings wesentlich auf die Konsolidierungsphase im Bankensektor zurückzuführen (relativ zu Stoxx 600 Banks 1M: -1%). Die Konsolidierungsphase resultierte u.a. aus der Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Bankenregulierung (gestern vorgelegte Vorschläge des Baseler Ausschusses ohne Überraschungen; bislang noch unkonkrete Formulierungen u.a. zu Übergangsfristen) und vor allem aus Gewinnmitnahmen nach der seit Jahresanfang überdurchschnittlich guten Kursentwicklung (UniCredit YTD: +54%). Die UniCredit-Aktie notiert auf KBV-Basis (2010e: 0,61) mit einem signifikanten Abschlag, auf KGV-Basis (2010e: 14,7) mit einer moderaten Prämie zur Peer Group. Auf Basis eines derzeitigen Aufwärtspotenzials von 23% zu unserem unveränderten Kursziel von 2,80 Euro (Peer Group-Bewertung) votieren wir bei einem mittelfristigen Anlagehorizont neu mit Kaufen (alt: Halten).

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - Führende Marktposition in den Kernländern/-regionen Italien, Deutschland, Österreich sowie Mittel- und Osteuropa - Ausgewogene Ertragsdiversifikation, regional wie segmental - Günstige Refinanzierung durch Fokus auf das Retail Banking - Spitze bei Risikovorsorge in Q2 2009 erreicht 	<ul style="list-style-type: none"> - Im Peer Group-Vergleich niedrige Tier I-Quote - Hohe Kreditausfälle angesichts hoher ausstehender Kredite im Firmenkunden- bzw. Osteuropa-Geschäft - Margenschwaches Retail Banking in Deutschland und Österreich
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Weitere Kostensynergien realisierbar - Wirtschaftserholung in Osteuropa - Weiterer Ausbau des (kundenbezogenen) Kapitalmarktgeschäfts (hoher Bestand an Firmenkunden) 	<ul style="list-style-type: none"> - Zukünftig weitere Kapitalmaßnahmen zur Stärkung des Tier I-Kapitals nicht ausgeschlossen - Abschreibungsbedarf auf Grund der Akquisitionen der letzten Jahre, vor allem hoher Goodwill aus der Übernahme von Capitalia - Weiterhin latente Marktrisiken bei ABS-Papieren

Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 18.12.2009. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Die Bayerische Landesbank hat organisatorische Vorkehrungen in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen getroffen, um Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen unternehmensinterne Informationsschranken, die den Analysten den Zugang zu Insiderinformationen versperren.

Die Bayerische Landesbank unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Postfach 50 01 54, 60391 Frankfurt.

Für diese Publikation wurde der Schlusskurs an folgendem Börsenplatz herangezogen:

UniCredit Milan Stock Exchange

Die Aktualisierung erfolgt Anlass bezogen, auf das Einstellen der Coverage wird vorab hingewiesen.

Bitte beachten Sie auch die Hinweise auf unserer Webseite www.bayernlb.de unter Research.

Bewertungshinweis

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Diskontierungsverfahren, Multiple-Verfahren) herangezogen. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung bzw. Bilanz beruhen überwiegend auf Prognosen und sind daher mit Risiken behaftet.

Zeithorizont der Anlageempfehlung: 6-12 Monate

Bedeutung der Empfehlungen

Kaufen	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6-12 Monaten einen absoluten Kursgewinn von mindestens 15% aufweisen
Halten	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6-12 Monaten einen absoluten Kursgewinn zwischen 0% und 15% aufweisen
Verkaufen	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6-12 Monaten einen absoluten Kursverlust aufweisen

In die Anlageempfehlung können neben dem Ergebnis aus der Unternehmensbewertung auch weitere kursbeeinflussende Faktoren einfließen. Die Empfehlungen und Kursziele können daher von den aus der Unternehmensbewertung resultierenden Ergebnissen abweichen.

Die Bewertungsmethodik des BayernLB Aktien-Research für diese Publikationsreihe hat sich zum 16. Februar 2009 geändert. Eine direkte Vergleichbarkeit mit vor diesem Zeitpunkt veröffentlichten Anlageempfehlungen ist daher nicht gegeben.

Letzte abweichende Empfehlung (innerhalb der vergangenen 12 Monate)

16.11.2009 Unternehmen aktuell Halten

Verteilung der Empfehlungen

Verteilung der Empfehlungen der letzten drei Monate insgesamt und für die Unternehmen, für die in den letzten 12 Monaten Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht wurden.

Verteilung aller Empfehlungen

Kaufen	Übergewichten	Halten	Neutral	Verkaufen	Untergewichten
19%	2%	59%	3%	15%	2%

Verteilung aller Empfehlungen auf Emittenten, für die in den letzten 12 Monaten Investment Banking-Dienstleistungen erbracht wurden

Kaufen	Übergewichten	Halten	Neutral	Verkaufen	Untergewichten
20%	4%	50%	4%	20%	2%

Die Verteilung bezieht sich auf alle Aktien, Unternehmensanleihen, Covered Bonds und Staatsanleihen, für die das Research der BayernLB eine Empfehlung ausspricht.

Disclaimer für Länder außerhalb Deutschlands

Diese Publikation ist nicht für eine Veröffentlichung in Ländern und eine Verteilung an Personen bestimmt, wenn die Verteilung, Veröffentlichung oder Verwendung den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen des jeweiligen Landes zuwiderlaufen würde und die Bayerische Landesbank dadurch einer Eintragungs- und Lizenzverpflichtung unterläge. **Insbesondere ist diese Publikation nicht für eine Verteilung in den USA, Kanada und Japan bestimmt. Sie ist lediglich für eine Verteilung in den Ländern Deutschland, Österreich, Schweiz, Niederlande, Italien, Dänemark, Norwegen, Finnland, Portugal, Ungarn, Schweden, Spanien und Großbritannien im Rahmen der unten beschriebenen Einschränkungen bestimmt.**

Diese Publikation ist urheberrechtlich geschützt. Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung der Bayerischen Landesbank. Alle Warenzeichen, Servicebezeichnungen und Logos, die in dieser Publikation verwendet werden, sind Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen oder eingetragene Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen der Bayerischen Landesbank.

Diese Publikation wurde ohne Mitwirkung der jeweiligen Emittenten, die Gegenstand der Publikation sind, erstellt.

Diese Publikation dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf, Verkauf oder der Zeichnung von Finanzinstrumenten dar. Einzelheiten zu der Ausgestaltung der erwähnten Finanzinstrumente sind dem jeweiligen Verkaufsprospekt zu entnehmen.

Diese Publikation wird in **Großbritannien** durch die Bayerische Landesbank verteilt; sie ist nicht als Aufforderung für eine Anlageentscheidung im Sinne von § 21 des britischen Financial Services and Markets Act 2000 ("FSMA") zu verstehen. Soweit diese Publikation eine Aufforderung darstellen sollte, so ist diese nur gerichtet an:

(i) "Investment Professionals" im Sinne von § 19(5) des britischen Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (in der jeweils gültigen Fassung; the "Financial Promotion Order"); oder
 (ii) Personen, die unter § 49(2)(a) bis (d) der Financial Promotion Order fallen; und
 (iii) alle sonstigen Personen, an die die Publikation zulässigerweise für die in § 21 FSMA genannten Zwecke gerichtet werden darf ("relevant persons").
 Personen, die nicht zu dem vorstehenden Personenkreis gehören, können sich nicht auf diese Publikation stützen und auf ihrer Basis Anlageentscheidungen treffen.

Diese Publikation wird in **Italien** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an "professional investors" (institutionelle Investoren) gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen verteilt.

Diese Publikation wird in der **Schweiz** durch die Bayerische Landesbank gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen verteilt.

Diese Publikation wird in **Finnland** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an „professionelle Investoren“ gemäß der Definition des Finnischen Securities Market Act (495/1989, wie ergänzt) verteilt.

Diese Publikation wird in **Ungarn** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an institutionelle Anleger versandt, welche die Risiken einer Geldanlage in Wertpapieren kennen. Diese Publikation ist nicht als Veranlassung zu sehen, ein Investment-Engagement einzugehen, Wertpapiere zu zeichnen oder zu kaufen. Der Versand dieser Publikation ist ebenfalls nicht als Erteilung einer Anlageberatung bzw. -empfehlung ("befektetési ajánlás") im Sinne des Gesetzes Nr. CXX von 2001 über Kapitalmärkte, Ziffer 81 (2) f), zu verstehen.

<p>Matthias Engelmayer Senior Analyst</p>	<p>Redaktion: Bayerische Landesbank Unternehmensbereich 5700 80277 München (= Briefadresse) research@bayernlb.de</p>	<p>Geschäftsgebäude: Bayerische Landesbank Brienner Straße 18 80333 München (= Paketadresse) Tel +49 89 2171-21751 Fax+49 89 2171-621751 www.bayernlb.de</p>
<p>Kontakt BayernLB +49 89 2171 21700 research@bayernlb.de</p>		