

# InvestNews

Nr. 04/2015

April 2015

An den weltweiten Aktienmärkten ging es im März, trotz gegenteiliger Kursbewegungen in Europa, leicht abwärts. Der MSCI World Index gab 0,7% ab. Belastend wirkten dabei vor allem die US-amerikanischen Märkte. In Europa dagegen ging es vor dem Hintergrund konjunktureller Aufhellungsmomente nach oben. Europäische Aktien waren sehr gefragt, der Eurostoxx 50 kletterte im März infolge um 2,7% nach oben.

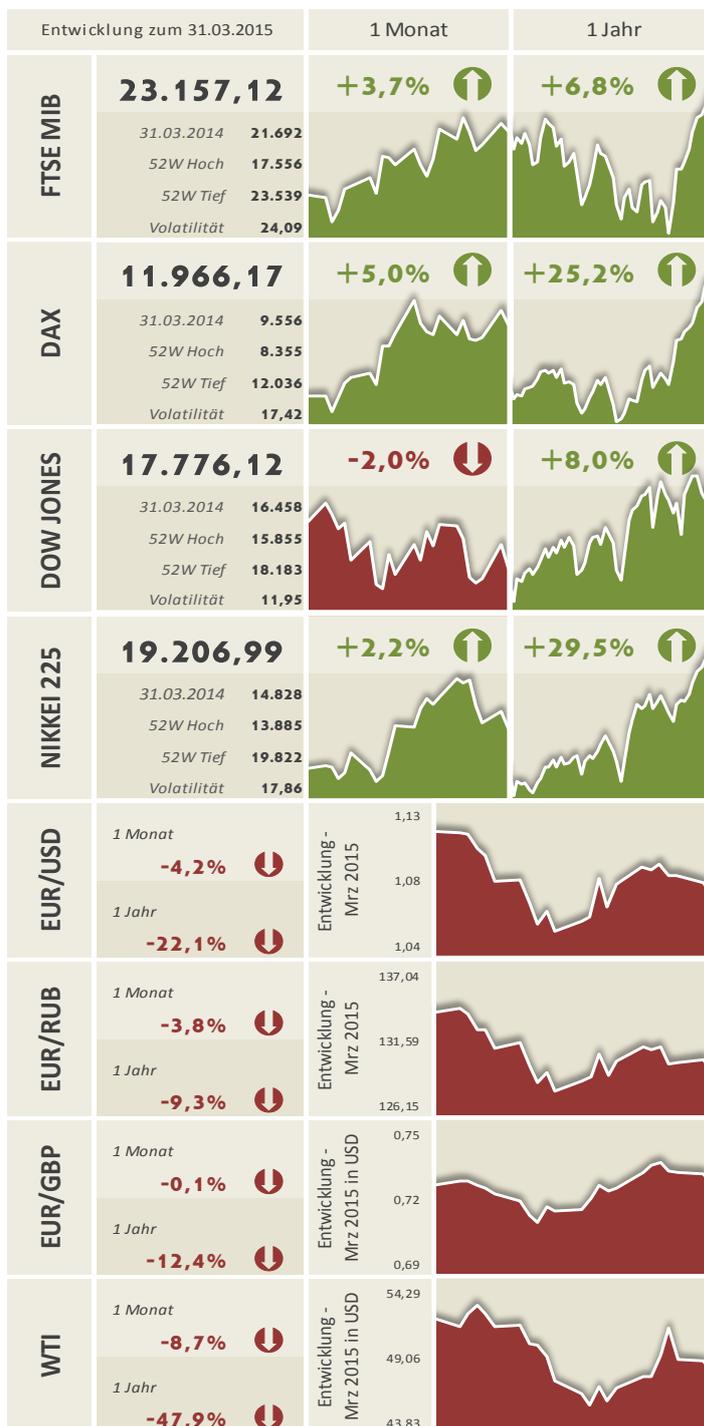
Als Treibstoff für die Märkte auf dem alten Kontinent erwies sich die Bekanntgabe der ersten Zahlen zum Volumen der Wertpapierankäufe der Europäischen Zentralbank (EZB). Dabei wurden die ohnehin schon hohen Erwartungen der Marktteilnehmer noch einmal übertroffen und haben dadurch für Feierstimmung gesorgt. Nur zwischendurch flammte nach entsprechenden Medienberichten auch die Sorge um eine Einigung zwischen Griechenland und Brüssel wieder auf. Unterdessen mehrten sich positive Nachrichten rund um die Wirtschaftslage in der Eurozone. Dadurch begann sich auch bei vielen europäischen Unternehmen die Lage zu entspannen, was den Markt wiederum mit positiven Nachrichten für die im April beginnende Berichtssaison rechnen lässt.

Als einer der robustesten Märkte im März erwies sich ein weiteres Mal der deutsche Aktienmarkt. Papiere der 30 größten deutschen Unternehmen, die den deutschen Aktienindex DAX repräsentieren, verzeichneten zum größten Teil Kursgewinne und hieften den Index Mitte März erstmals über die 12.000-Punkte-Schwelle. Auf Monatssicht ging sich ein Plus von 5,0% aus, seit März 2014 verzeichnet das Barometer damit ein Plus von 25,2%.

In Mailand ging sich für den Leitindex FTSE Mib im März immerhin ein Plus von 3,7% aus. Das Barometer befindet sich seit Jahresanfang in einem stetigen Aufwärtstrend. Das aktuelle Niveau war letztmals Anfang des Jahres 2011 erreicht worden.

Die amerikanischen Aktienmärkte haben dagegen im abgelaufenen Monat Verluste erlitten. Unter dem Eindruck schwächerer Makrodaten gab der Leitindex Dow Jones Industrial Average 2,0% ab. Der marktweite S&P 500 verlor 1,7%. Die asiatischen Aktienmärkte schlossen uneinheitlich. Seinen positiven Trendlauf fortsetzen konnte unterdessen der japanische Aktienmarkt. Der Leitindex Nikkei 225 verbesserte sich um 2,2% und hat damit seit Jahresbeginn stattliche 11% zugelegt.

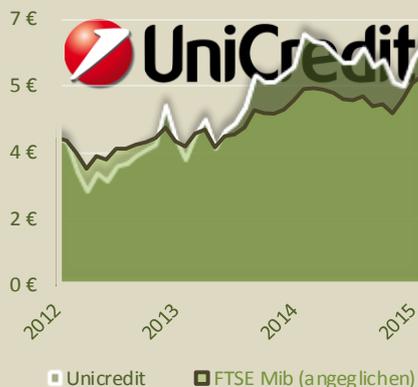
Der US-Dollar setzte auch im März seine Aufwertungstendenz fort. Die Erwartung einer baldigen Zinserhöhung durch die Fed, die nur zeitweise durch teils schwächere US-Konjunkturdaten abgemildert wurde, hält die amerikanische Währung weiterhin am Laufen. Gegenüber dem allgemein zur Schwäche neigenden Euro wertete der US-Dollar im Berichtsmonat 4,2% auf.



Rechtlicher Sitz	Rom/Mailand, IT
Rechtsform	Aktiengesellschaft
Branche	Finanzdienstleistungen

## Chart

Unicredit S.p.A. vs. FTSE Mib



ISIN	IT0004781412
Aktienindex	FTSE Mib
Streubesitz	43,9%

## Unternehmensdaten und Fakten

Erlöse 2014	21,7 Mrd. EUR
Erlöswachstum	-20,6%
EBT-Marge 2013	17,5%
ROE	4,2%
ROA	0,2%
Gewinn 13/14	2,0 Mrd. EUR
Bilanzsumme	844,2 Mrd. EUR

Beschäftigte	Ca. 160.000
Marktkapitalisierung	37,6 Mrd. EUR

## Kennzahlen

	2015e	2016e	2017e
KGV	13,1	10,3	7,8
Gewinn / Aktie	0,49	0,62	0,82
Gewinnwachstum (%)	21,0	22,1	52,2

## Mehr Finanzinformationen



UniCredit S.p.A. ist die Holding einer italienischen, aber international agierenden Finanzgruppe, welche umfangreiche Bankdienstleistungen anbietet. Das Institut unterhält heute eines der größten europäischen Finanznetzwerke und bietet dabei das volle Spektrum des Privatkunden- und Firmenkundengeschäfts mit Kontenverwaltung, Zahlungsverkehrsabwicklung, Vermögensverwaltung sowie Investment Banking und Management an. Neben Italien liegt dabei ein Fokus auf Mittel- und Osteuropa. Darüber hinaus unterhält die Bank Niederlassungen oder Beteiligungen in Nord- und Südamerika, Australien, Südafrika und Asien.

Den Grundstein für den heutigen global aktiven Finanzkonzern legte Anfang der 1990er-Jahre eine grundlegende Reform des italienischen Bankenmarktes: um die Privatisierung der italienischen Sparkassen zu ermöglichen, schrieb die Lex Amato (1990) eine klare Trennung von Bankgeschäft und gemeinnützigem Auftrag vor. Auf Grund dieser Reformen setzte in den Jahren danach ein weitreichender Fusionsprozess ein. 1998 entstand durch die Fusion der Bankengruppen Credito Italiano, welche selbst in den Jahren zuvor aus mehreren Fusionen von Instituten aus der Emilia Romagna hervorgegangen war, und Unicredito, ebenfalls ein Konglomerat mehrerer italienischer Banken, die neue Bankengruppe Unicredito Italiano. Bereits ein Jahr später wurden weitere lokale Banken, darunter die Cassa di Risparmio di Trento e Rovereto, in die neue Gruppe integriert. Die historischen Wurzeln einzelner Banken, welche in der Gruppe aufgingen, reichen teilweise mehr als 500 Jahre zurück, beispielsweise war die ehemalige Rolo Banca im fernen Jahr 1473 gegründet worden.

Ein erster internationaler Expansionsversuch durch die Übernahme der Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) scheiterte 1999 am Veto der spanischen Zentralbank. Ein Jahr später wurde das Global-Investment-Geschäft der Bostoner Pioneer Group erworben und der Vermögensverwalter in den Konzern integriert. Konkrete Schritte zur Internationalisierung der Bank wurden in den Folgejahren mit Zukäufen in Ost- und Südost-Europa gesetzt. Wesentlicher Bestandteil dieser Strategie war die Übernahme der deutschen Großbank „Bayrische Hypo- und Vereinsbank AG“ (HVB). Dadurch gelang dem Unicredit die bis dahin größte grenzüberschreitende Bankenfusion in Europa und die erstmalige erfolgreiche freundliche Übernahme eines deutschen Institutes. Durch den Deal stieg Unicredit über die neue Tochter Bank Austria, einer vormaligen Tochter der HVB, zum Marktführer in Österreich auf. Mit der Fusion einher gingen in der Folge verschiedenste Umstrukturierungsmaßnahmen.

Einen weiteren wesentlichen Schritt zur Konsolidierung stellt die Fusion mit dem italienischen Finanzkonzern Capitalia dar. Die neue Bank stieg damit zum Marktführer in ihrem Heimatmarkt Italien auf. Insgesamt betreute die Bank zu jenem Zeitpunkt mit rund 170.000 Mitarbeitern ca. 40 Millionen Kunden.

Im Jahr 2010 trat der bis dahin maßgeblich am Aufbau der Gruppe beteiligte CEO Alessandro Profumo nach harter Kritik am Libyen-Engagement der Bank zurück. An seiner statt übernahm Federico Ghizzoni. Dieser sah sich gezwungen, bereits im ersten Jahr harte und richtungsweisende Entscheidungen zu treffen: nach einem massiven Verlust von knapp 11 Mrd. Euro im dritten Quartal 2011 kündigte die Geschäftsleitung eine neue strategische Ausrichtung, eine Kapitalerhöhung im Volumen von 7,5 Mrd. Euro sowie einen Abbau von mehreren tausend Arbeitsplätzen an. Außerdem wurde vorerst die Dividende gestrichen.

Mittlerweile bewegt sich der Konzern wieder in ruhigerem Fahrwasser, unter anderem bestand man im Jahr 2014 eine von mehreren europäischen Institutionen durchgeführte Prüfung der Bankenaktiva (Asset Quality Review) sowie einen Stresstest mit sehr guten Ergebnissen.

Die Bank ist aktuell in sieben Divisionen gegliedert: Retail-, Corporate- und Private-Banking, sowie Asset Management und Markets & Investment Banking. Außerdem bilden das Zentral- & Osteuropa-Geschäft sowie Polen jeweils eigene Divisionen. Insgesamt unterhält die Gruppe ein Filialnetz von etwa 8.900 Einheiten. Die angebotene Produkt- und Servicepalette deckt dabei alle wesentlichen Aspekte des Kundengeschäftes ab.

Im Jahr 2014 generierte der Konzern laut vorläufigen Daten einen Umsatz von rund 21,7 Milliarden Euro. Mit einem Anteil von 56% am Gesamtumsatz ist das kommerzielle Kundengeschäft wichtigste Einnahmenquelle, gefolgt vom Zentral- und Osteuropa-Geschäft mit 17% Anteil und der Investmentsparte mit einem Anteil von 16% am Gesamtumsatz. Im laufenden Jahr rechnen Analysten mit einem leichten Anstieg der Erlöse auf 22,8 Milliarden Euro.



**Was aus 100.000 Euro seit 01.01.2012 wurde**

 <b>Europäische Aktien</b> 133.259,75 <i>0,99% / 1306,63€ zum Vormonat</i>	 <b>US Aktien</b> 178.259,80 <i>2,52% / 4378,76€ zum Vormonat</i>
 <b>Aktien Weltweit</b> 159.895,91 <i>2,45% / 3819,52€ zum Vormonat</i>	 <b>Tech-Aktien</b> 175.142,96 <i>2,03% / 3488,96€ zum Vormonat</i>
 <b>Japanische Aktien</b> 165.802,84 <i>7,29% / 11269,68€ zum Vormonat</i>	 <b>Aktien Emerging Markets</b> 113.548,56 <i>2,68% / 2961,60€ zum Vormonat</i>
 <b>Europäische Anleihen</b> 121.307,81 <i>1,25% / 1494,02€ zum Vormonat</i>	 <b>Sparbuch Euribor 3M</b> 100.592,21 <i>0,01% / 08,35€ zum Vormonat</i>
 <b>US Dollar</b> 122.942,88 <i>4,33% / 5106,15€ zum Vormonat</i>	 <b>Japanischer JPY</b> 88.790,63 <i>3,90% / 3334,45€ zum Vormonat</i>
 <b>Goldpreis London</b> 86.793,38 <i>1,96% / 1667,69€ zum Vormonat</i>	 <b>Immobilien Italien</b> 95.926,07 <i>-0,08% / -75,44€ zum Vormonat</i>

**Obligationen mit unterschiedlichen Risiko/Ertrags-Profilen**

BESCHREIBUNG	ISIN	FÄLLIGKEIT	ZINSEN	NOMINAL	PREIS VOM 09.04.2015	BRUTTO-RENDITE	RATING S&P
Landw. Rentenbank 1,2% 2017	XS0547228188	20.09.2017	fix	1,200	102,77	0,013	AAA
Bayr.Landesboden 2,5% 2022	DE000A0Z1T20	09.02.2022	fix	2,500	115,51	0,159	AAA
BNG 4,785% 2016	XS0308134641	30.11.2016	fix	4,785	107,51	0,118	AA+
GE Capital 4,35% 2021	XS0273570241	03.11.2021	fix	4,350	124,43	0,498	AA+
Dt. Börse 1,125% 2018	DE000A1R1BC6	26.03.2018	fix	1,125	102,92	0,084	AA
Deutsche Bahn 4,375% 2021	XS0452868788	23.09.2021	fix	4,375	125,32	0,340	AA
Toyota 1,25% 2017	XS0881360555	01.08.2017	fix	1,250	102,68	0,033	AA-
Nat. Australia Bank 4,75% 2022	XS0813400305	08.08.2022	fix	2,750	114,26	0,691	AA-
BMW 0,5% 2018	XS1105264821	05.09.2018	fix	0,500	100,72	0,236	A+
BNP Paribas 3,75% 2020	XS0562852375	25.11.2020	fix	3,750	117,47	0,531	A+
ENI 4,875% 2017	IT0004760655	11.10.2017	fix	4,875	111,44	0,221	A
GDF Suez 3% 2023	FR0011261924	01.02.2023	fix	3,000	118,12	0,565	A
Eon 6,375% 2017	XS0148579153	29.05.2017	fix	6,375	113,20	0,101	A-
Goldman Sachs 3,25% 2023	XS0882849507	01.02.2023	fix	3,250	115,63	1,095	A-
Bertelsmann 4,75% 2016	XS0268583993	26.09.2016	fix	4,750	106,72	0,073	BBB+
EVN Energie 4,25% 2022	XS0690623771	13.04.2022	fix	4,250	122,16	0,911	BBB+
Enel 3,5% 2016	IT0004576978	26.02.2016	fix	3,500	102,95	0,073	BBB
Mediobanca 4,5% 2020	IT0004608797	14.05.2020	fix	4,500	116,29	1,129	BBB-
Lufthansa 6,5% 2016	XS0438813536	07.07.2016	fix	6,500	107,49	0,350	BBB-
Petrobras Fin. 3,75% 2021	XS0982711987	14.01.2021	fix	3,750	91,04	5,560	BBB-
Renault 4,625% 2020	FR0011052117	25.05.2016	fix	4,625	104,58	0,446	BB+
LaFarge 4,75% 2020	XS0215159731	23.03.2020	fix	4,750	117,96	0,956	BB+
Thyssenkrupp 4,375% 2015	DE000A1MA9H4	28.02.2017	fix	4,375	106,30	0,923	BB
Hungary 3,875% 2020	XS0212993678	24.02.2020	fix	3,875	113,33	1,001	BB+

Quelle: Bloomberg

## Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV): günstige Aktien erkennen

Ein neuer Höchststand, ein neues Allzeithoch folgt auf das nächste – so präsentierten sich viele Aktienmärkte, darunter der Amerikanische und auch der Deutsche, seit Anfang des Jahres 2013. Der Leitindex der Frankfurter Börse etwa kletterte Mitte März zum ersten Mal über die 12.000-Punkte-Schwelle, ein Niveau von welchem der Index Ende 2007 und damit kurz vor Beginn der Finanzkrise, weit entfernt war. Damals schwankte der Dax noch um die 8.000-Punkte-Marke.

Diese Entwicklung verunsichert Anleger in Zeiten, in denen sie oftmals vom Gefühl begleitet werden, dass an den internationalen Finanzmärkten etwas durcheinander geraten ist, rund um den Globus. Vor allem jene, welche nicht frühzeitig auf den Zug aufgesprungen sind und nun mit dem Gedanken spielen, einzusteigen, verfolgen mit Skepsis jedes neue Hoch. Unweigerlich stellt sich die Frage: „Sind Aktien nicht schon deutlich überbewertet und lohnt sich ein Einstieg überhaupt noch?“ Dies ist eine durchaus berechtigte Frage, dennoch stützen sich diejenigen, die sie sich stellen, auf den falschen Entscheidungsgrößen: nämlich dem Preis einer Aktie. Vom Zählerstand eines Indexes oder dem Preis einer Aktie alleine lassen sich keinerlei Rückschlüsse auf eine faire Bewertung ziehen. Erst in Verbindung mit anderen Größen und Kennzahlen lassen sich tatsächlich verwertbare Erkenntnisse gewinnen. Das ins-Verhältnis-setzen von verschiedenen Größen mit dem Preis einer Aktie oder eben dem Stand eines Indexes schafft dabei Orientierungspunkte, an welchen sich eine fundierte Entscheidung festmachen lässt. Betrachtet man beispielsweise einen Arbeiter, dessen Gehalt 2.000 Euro netto im Monat beträgt. Aus der Gehaltssumme alleine lässt sich nicht schlussfolgern, ob er viel oder wenig verdient. Das erschließt sich erst, wenn er diese Summe etwa mit dem Gehalt von Arbeitskollegen und deren Tätigkeiten vergleicht.

Solch relative Betrachtungen helfen auch am Finanzmarkt. Dabei gibt es eine Vielzahl an unterschiedlichsten Bewertungsmodellen, manche äußerst komplex, andere liefern schnell einfache und verständliche Kennzahlen.

Eine der am meisten herangezogenen Kennzahlen ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis, kurz KGV. Wie der Name vermuten lässt, setzt es den Kurs einer Aktie ins Verhältnis zum Jahresgewinn des jeweiligen Unternehmens pro Aktie. Der Gewinn ist für Investoren natürlich eine zentrale Größe, denn je höher die Erträge, desto wertvoller ist ein Unternehmen in der Regel. Der Niederschlag der Ertragskraft findet sich dabei im KGV wieder. Es ist nichts anderes als das Vielfache des Gewinns, welches Anleger für eine Aktie bezahlen müssen. Hohe KGVs sind tendenziell ein Hinweis dafür, dass eine Aktie teuer ist, während niedrige KGVs das Gegenteil implizieren.

**Ein Beispiel:** Eine Aktie notiert bei 100 Euro. Der Gewinn beträgt 5 Euro je Aktie pro Jahr. Es gilt daher: Aktienkurs geteilt durch Gewinn führt zu einem KGV von 20. Selbst mit diesem KGV sind verlässliche Aussagen aber immer noch schwierig. Wenn man nun den aktuellen Wert mit dem langfristigen Durchschnitt der Aktie vergleicht, erhält man durchaus brauchbare Annahmen. Lag der Mittelwert beispielsweise bei 10, sehen Anleger die Aktie als teuer an, weil sie 100 Prozent über ihrer langfristigen Bewertung notiert. Selbiges gilt natürlich auch für Indizes.

Das KGV nimmt im Zeitverlauf zu, wenn die Kurse schneller steigen als die Gewinne. Umgekehrt sinkt es, falls die Erträge schneller wachsen als die

Kurse.

Es gibt verschiedene Möglichkeiten, das KGV zu berechnen. Einerseits ist die Berechnung auf Basis des vergangenen Gewinnes möglich, andererseits können auch Schätzungen des künftigen Gewinns herangezogen werden. Beide Varianten haben Nachteile. Wird der zurückliegende Gewinn verwendet, sind Schlüsse über die zukünftige Entwicklung kaum möglich. Ein Anleger möchte schließlich in der Regel wissen, ob der gegenwärtige Preis für eine Aktie angemessen ist. Hierfür müssen Schätzungen von Analysten von Banken und Research-Unternehmen herangezogen werden. Häufig wird der Mittelwert dieser Prognosen für die KGV-Ermittlung verwendet. Das Problem dabei: die Schätzungen sind ziemlich ungenau. Oft sind die Annahmen der Analysten zu optimistisch, sie überschätzen die künftigen Gewinne. So berechnete KGVs sind daher meistens niedriger als jene auf Grundlage des jüngsten bekannten Jahresgewinnes. Analysten müssen daher ihre Prognosen im Laufe der Zeit oft nach unten korrigieren.

Kaum Aussagekraft besitzt das KGV eines Unternehmens welches Verluste schreibt. Eine weitere wesentliche Unzulänglichkeit ist die Berechnung auf Jahresbasis. Dadurch kommt es zu zyklischen Verzerrungen: Im Aufschwung, wenn die Gewinne hoch sind, erscheinen Aktien tendenziell günstig bewertet und im Abschwung, wenn die Erträge sinken, teuer. 2009 nämlich, als einer der längsten Kursaufschwünge der Geschichte begann, hätte dieser Umstand dazu geführt, dass Aktien als überverteuert gesehen worden wären. Wer deswegen die Finger von den Börsen ließ, war schlecht beraten.

Abhilfe schafft hier das sogenannte Shiller-KGV, oftmals auch Cape-Ratio oder Shiller-P/E genannt. 2009 hätte dieses KGV ein anderes Signal geliefert: zwar schlug auch diese Kennzahl nach oben aus, aber lange nicht so kräftig wie das klassische KGV. Der Unterschied resultiert aus einer etwas anderen Berechnungsgrundlage des Shiller-KGV, welches der Ökonom und Wirtschaftsnobelpreisträger Robert Shiller entwickelt hat. Statt nur den Unternehmensgewinn für ein Jahr zu verwenden, wird der Durchschnitt der Erträge der jeweils zurückliegenden zehn Jahre herangezogen. Dadurch werden zyklische Ausschläge geglättet. Viele professionelle Investoren orientieren sich deshalb am Shiller-KGV, das vor allem für langfristig orientierte Anleger ein guter Marktindikator ist.

Legt man nun diese Kennzahl zugrunde, sind viele Aktienmärkte Anfang 2015 moderat bewertet; etwa Deutschland, das sich mit einem Shiller-KGV von 16,6 nahe am durchschnittlichen Mittelwert von 17,8 bewegt. Sehr günstig gemessen an den Unternehmensgewinnen sind auch Russland und Italien. US-Aktien dagegen notieren mit 27,1 weit über ihrem Bewertungsdurchschnitt von 15,9.

Dennoch sollten Anleger aber bei der Interpretation des KGV auch andere Größen, beispielsweise das allgemeine Zinsniveau, im Auge behalten. Trotz der einfachen Interpretierbarkeit und der Aussagekraft können sich so getroffene Schlussfolgerungen aufgrund anderer Kennzahlen wieder relativieren. Den sicheren Tipp gibt es auch hier nicht.

Die Inhalte dieser Newsletter dienen der allgemeinen Information und werden regelmäßig aktualisiert und überprüft. Der Investmentclub übernimmt keinerlei Gewähr für die Aktualität, Korrektheit, Vollständigkeit oder Qualität der bereitgestellten Informationen. Haftungsansprüche gegen den Investmentclub, welche sich auf Schäden materieller oder ideeller Art beziehen, die durch die Nutzung oder Nichtnutzung der dargebotenen Informationen bzw. durch die Nutzung fehlerhafter und unvollständiger Informationen verursacht wurden, sind grundsätzlich ausgeschlossen. Die auf diesen Seiten angegebenen Wertentwicklungen beziehen sich auf die Vergangenheit und sind keine Garantie für zukünftige Entwicklungen. Die Informationen können eine kompetente persönliche Beratung von Fachleuten NICHT ersetzen.

### IMPRESSUM

**Herausgeber:** Raiffeisen InvestmentClub [www.raiffeisen.it/investmentclub](http://www.raiffeisen.it/investmentclub)  
**Redakteur:** Martin Altstätter / Raiffeisen Landesbank Südtirol  
**Versand:** Raiffeisenverband Südtirol Gen.

