

# Unternehmen aktuell

Reuters: CBKG.DE · Bloomberg: CBK GY · ISIN: DE0008032004

BITTE BEACHTEN SIE DEN HINWEIS AUF DER LETZTEN SEITE!

## Commerzbank

### Anlageurteil

Auf Basis der gestern bekannt gegebenen vorläufigen Q3-Zahlen belief sich das operative Ergebnis auf rund 120 (Q2 2009: -201; Q1 2009: -591) Mio. Euro. Damit wies die Commerzbank erstmals seit der Übernahme der Dresdner Bank wieder ein positives operatives Ergebnis aus. Das Quartalsergebnis war dabei durch diverse Sondereffekte wie die Firmenwertabschreibung auf die Tochtergesellschaft Eurohypo sowie weitere Restrukturierungsaufwendungen geprägt. Das Segment „Portfolio Restructuring Unit“ profitierte in Q3 2009 von Wertaufholungen auf strukturierte Kreditprodukte nach zuvor hohen Belastungen in den Vorquartalen. Auf Grund der diversen Sondereffekte sowie fehlender Angaben beispielsweise zur Entwicklung der Risikovorsorge ist eine umfassendere Einschätzung erst bei Vorlage der endgültigen Q3-Zahlen am Donnerstag zu treffen. Bei einem derzeitigen Aufwärtspotenzial von über 15% zu unserem Kursziel von 8,50 Euro (Peer Group-Bewertung) votieren wir mit Kaufen (alt: Halten).

Unternehmensdaten				
(in Mio. EUR / IFRS)	2007	2008	2009e	2010e
Gesamterträge	8.358	6.433	10.549	11.922
gg. Vj. (%)	-4,3	-23,0	64,0	13,0
EBT	2.505	-403	-3.652	2
gg. Vj. (%)	4,5	-	-806,2	-
Nettoergebnis	1.917	3	-3.192	-139
gg. Vj. (%)	19,5	-99,8	-	95,7
Eigenkapital	15.135	11.047	9.766	9.628
Risikoaktiva	237.426	221.824	305.900	315.000
ROE (%)	13,1	0,0	-30,7	-1,4
Cost-Income-Ratio (%)	64,2	77,0	79,6	67,8

Daten je Aktie (in EUR)				
Ergebnis	2,92	0,00	-2,70	-0,12
Buchwert	23,03	15,29	8,27	8,15
Dividende	1,00	0,00	0,00	0,00

### Unternehmensportrait

Die Commerzbank ist Deutschlands zweitgrößte börsennotierte Geschäftsbank. Als integrierte Großbank bietet die Gruppe ihren Kunden mit den Geschäftsfeldern Privat- und Geschäftskunden, Mittelstandsbank, Corporates & Markets, Commercial Real Estate sowie Public Finance & Treasury eine breite Produktpalette an. Mit der Übernahme der Eurohypo in 2006 zählt das größte deutsche Spezialinstitut für Immobilien- und Staatsfinanzierungen zum Konzern. Darüber hinaus besteht an der polnischen BRE Bank eine wesentliche Beteiligung. Der geografische Geschäftsschwerpunkt liegt in Europa. Im Januar 2009 erwarb die Commerzbank 100% an der Dresdner Bank. Über eine stille Beteiligung ist der Bund mit 16,4 Mrd. Euro an der Commerzbank beteiligt. Des Weiteren hält er 25% und eine Aktie. Derzeit verfügt die Commerzbank über folgende Ratings: S&P: A, Moody's: Aa3, Fitch: A+.

## Aktienanalyse

### Titelanschätzung

#### Kaufen

(zuvor Halten)

#### Branche

Banken

#### Kursziel

8,50 EUR

#### Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 02.11.2009 (EUR)	7,19
Anzahl der Aktien (Mio.)	1.181,4
Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	8.494
Freefloat (%)	73,48

#### Bewertungskennzahlen

	2009e	2010e
KGV	neg.	neg.
KBV	0,9	0,9
Marktkap./Gesamterträge	0,8	0,7
Marktkap./EBT	neg.	4247,1
Dividendenrendite (%)	0,0	0,0

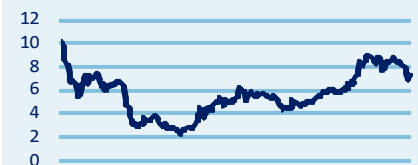
#### Termine

05.11.2009	Zahlen Q3
25.11.2009	Investors' Day

#### Historische Entwicklung (Schlusskurs)

52-Wochen-Hoch/Tief (EUR)	10,35/2,22
---------------------------	------------

absolut (%)	1M	3M	12M
	-5,8	24,4	-18,8
relativ gg. (PP)	1M	3M	12M
DAX30	-5,2	24,3	-22,1
DJ Stoxx 600	-5,5	19,0	-31,1
Banks	-5,5	19,0	-31,1



Nov 2008 Feb 2009 Mai 2009 Aug 2009

[Kontaktadresse](#) (siehe letzte Seite)

## Highlights

- Erstmals seit der Dresdner Bank-Übernahme wies die Commerzbank in Q3 2009 ein positives operatives Ergebnis aus.
- Das neu geschaffene Segment „Portfolio Restructuring Unit“ profitierte von Wertaufholungen auf strukturierte Kreditprodukte nach hohen Belastungen in den Vorquartalen.
- Zum 30.09.2009 betrug die Tier I-Quote rund 11% (30.06.2009: 11,3%) und ist im Peer Group-Vergleich als angemessen anzusehen.

## Geschäftsentwicklung

Das in Q2 2009 erzielte EBT von -487 (pro forma Q2 2008: -131; Q1 2009: -880) Mio. Euro übertraf die Analystenschätzungen (-690 Mio. Euro) deutlich. Insbesondere die gegenüber dem Vorquartal stärkere Ertragsdynamik beim Zinsüberschuss (1,84 (Vj.: 1,76; Q1 2009: 1,69) Mrd. Euro) und Provisionsüberschuss (0,95 (Vj.: 1,21; Q1 2009: 0,85) Mrd. Euro) überraschte positiv. Der Zinsüberschuss profitierte im Wesentlichen von höheren Kreditmargen bei der Mittelstandsbank und im Mittel-/Osteuropa-Geschäft (CEE), der Provisionsüberschuss von einem marktbedingt stärkeren Emissionsgeschäft mit Anleihen. Auch das Handelsergebnis hat sich strukturell verbessert. Es lag in Q2 2009 mit 93 (Vj.: -246; Q1 2009: -523) Mio. Euro wieder im positiven Bereich und profitierte dabei von der verbesserten Kapitalmarktentwicklung in Q2 2009 gegenüber dem Auftaktquartal (u.a. stärkere kundengetriebene Sales- und Trading-Aktivitäten).

Die Risikovorsorge lag in Q2 2009 bei 993 (Vj.: 488; Q1 2009: 844) Mio. Euro und damit 18% über dem Q1 2009-Niveau. Eine höhere Risikovorsorge gegenüber Q1 2009 verzeichnete dabei vor allem rezessionsbedingt die Mittelstandsbank (219 (Q1 2009: 90) Mio. Euro) sowie die gewerbliche Immobilienfinanzierung (Segment Commercial Real Estate/CRE) mit 318 (Q1 2009: 189) Mio. Euro – primär bedingt durch höhere Belastungen in den USA (Klumpenbelastungen). Die Ergebnisbelastungen durch das ABS-Portfolio lagen in Q2 2009 bei 280 Mio. Euro und damit deutlich unter dem Niveau des Vorquartals (1,19 Mrd. Euro). Die Neubewertungsrücklage wurde mit 133 Mio. Euro in Q2 2009 belastet nach 169 Mio. Euro in Q1 2009. In Q2 2009 wurden darüber hinaus Goodwill-Abschreibungen im Segment CRE (70 Mio. Euro) sowie weitere Restrukturierungsaufwendungen (216 (Q1 2009: 289) Mio. Euro) gebucht. Positive Einmaleffekte von 328 (Q1 2009: 750) Mio. Euro wurden durch die Veräußerung von Industriebeteiligungen (Linde, ThyssenKrupp, Lufthansa) erzielt.

Die Commerzbank gab erste Indikationen zu den Q3-Zahlen bekannt (endgültige Quartalszahlen werden am Donnerstag veröffentlicht). Demnach betrug das operative Ergebnis rund 120 (Q2 2009: -201; Q1 2009: -591) Mio. Euro, der entsprechende (weniger

aussagefähige) pro forma-Vorjahreswert lag bei -1,45 Mrd. Euro. Belastet wurde das Quartalsergebnis durch Firmenwertabschreibungen auf die Tochtergesellschaft Eurohypo (650 Mio. Euro), die sich im Rahmen der Neuausrichtung der Gesellschaft ergaben. Die Neuausrichtung spiegelt sich ebenfalls in der neuen Segmentberichterstattung wider: Das bisherige Segment „Commercial Real Estate“ umfasst nun die Segmente „Asset Based Finance“ (sogenannte „Good Bank“) und „Portfolio Restructuring Unit“ (sogenannte „Bad Bank“). Zudem fielen wie erwartet weitere Restrukturierungsaufwendungen im Rahmen der Dresdner Bank-Integration (250 Mio. Euro in Q3 2009 bzw. 695 Mio. Euro in 9M 2009; insgesamt 2 Mrd. Euro für 2009 erwartet) an. Entsprechend belief sich das Q3-Nettoergebnis auf -1,05 Mrd. Euro.

## Perspektiven

Positiv ist das Ergebnis im neu geschaffenen Segment „Portfolio Restructuring Unit“ zu sehen. Hier profitierte das Segmentergebnis von Wertaufholungen auf strukturierte Kreditprodukte, ohne dass dies näher von der Commerzbank quantifiziert wurde (Segment-EBT Q2 2009: -241 Mio. Euro; Q1 2009: -1,42 Mrd. Euro). Von Interesse werden bei der Vorlage der endgültigen Quartalszahlen (05.11.) die Aussagen des Managements zum nächsten Geschäftsjahr („Erreichen der Gewinnschwelle in Aussicht gestellt“) sowie die Entwicklung der Risikovorsorge sein. Auf Grund der diversen Sondereffekte – neben den oben aufgeführten Einmalaufwendungen sind zudem Buchgewinne aus Veräußerungen zu erwarten – ist eine finale Einschätzung der Q3-Zahlen (Marktkon-sens operatives Ergebnis: -169 Mio. Euro; unsere Prognose: -125 Mio. Euro) erst bei Vorlage des vollständigen Zahlenwerks möglich. Bei einem Kurspotenzial von über 15% votieren wir mit Kaufen (alt: Halten) bei einem unveränderten Kursziel von 8,50 Euro (Peer Group-Analyse).

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Zweitgrößtes börsennotiertes deutsches Kreditinstitut mit einem soliden Fundament an Retailkunden</li> <li>- Sehr gute Marktstellung im deutschen Mittelstandsgeschäft</li> <li>- Breit diversifizierte Ertragsstruktur</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Auf Grund der starken Fokussierung auf den deutschen Markt hohe Abhängigkeit von der wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland</li> <li>- Ergebnisbelastungen durch Staatsfinanzierungs- und gewerbliches Immobilienfinanzierungsgeschäft</li> <li>- Zusätzliche Zinsbelastungen durch die stille Einlage des SoFFin reduzieren die zukünftige Ertragskraft erheblich</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Erfolgreiche Neuausrichtung der Bank - „Roadmap 2012“</li> <li>- Ausbau der Marktposition in Osteuropa</li> <li>- Organisches Wachstum im Privat- und Firmenkundengeschäft (insbesondere nach erfolgreicher Integration der Dresdner Bank)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Integrationsrisiken (insbesondere Unterschiede in der Unternehmenskultur zwischen der Commerzbank und der übernommenen Dresdner Bank)</li> <li>- Politisch motivierte Entscheidungen zulasten der Rentabilität</li> <li>- Gefahr weiterer Abschreibungen (im Speziellen bei strukturierten Kreditprodukten und beim Leveraged Finance-Portfolio)</li> </ul>

## Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 03.11.2009. 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:

Commerzbank XETRA (Germany)

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](http://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)

11.09.2009

Aktien Ticker

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
16%	3%	56%	3%	20%	2%

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

Kaufen	Übergewichten	Halten	Neutral	Verkaufen	Untergewichten
21%	8%	39%	6%	20%	6%

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

## Hinweis auf mögliche Interessenkonflikte

- 3) Die Bayerische Landesbank bzw. ein mit ihr verbundenes Unternehmen war innerhalb der vorangegangenen 12 Monate an der Führung eines Emissionskonsortiums von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand der vorliegenden Publikation sind.
- 4) Die Bayerische Landesbank bzw. ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat innerhalb der letzten 12 Monate für den Emittenten entgeltliche Leistungen im Investmentbanking erbracht oder ist an eine entsprechende Vereinbarung gebunden gewesen.

## 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.

**Matthias Engelmayer**  
Senior Analyst

**Kontakt BayernLB**  
+49 89 2171 21700  
research@bayernlb.de

**Redaktion:**  
Bayerische Landesbank  
Unternehmensbereich 5700  
80277 München (= Briefadresse)  
research@bayernlb.de

**Geschäftsgebäude:**  
Bayerische Landesbank  
Brienner Straße 18  
80333 München (= Paketadresse)  
Tel +49 89 2171-21762  
Fax+49 89 2171-21799  
www.bayernlb.de