

# Unternehmen aktuell

Reuters: DPBGn.F · Bloomberg: DPB GY · ISIN: DE0008001009

11. März 2008

## Postbank

### Anlageurteil

Das im GJ 07 erzielte Konzernergebnis der Postbank (PBK) von 870 Mio. Euro hat unsere Prognose bestätigt. Trotz widriger Umstände waren das Zins- und das Handelsergebnis die Ertragstreiber des GJ 07. Positiv werten wir zudem den sich seit dem Q3/07 zeigenden Trend wachsender Provisionserträge. Das Neukundenziel von 1 Mio. Kunden konnte die PBK auch dank eines starken Absatzes von „Ankerprodukten“ erreichen. Mit der neuen Strategie „Next Step“ hat die Gesellschaft den Grundstein für eine stärkere (Kern-)Kundenfokussierung gelegt. Verbunden mit gezielten Vertriebsmaßnahmen erwarten wir auch zukünftig moderates Wachstum verbunden mit weiteren Steigerungen der Kosteneffizienz. Belastend wirken potentielle Werthaltigkeitsrisiken auf das verbleibende strukturierte Kreditportfolio und schrumpfende Marktvolumina wichtiger Kernmärkte der Gesellschaft. Bei unverändertem „Halten“ Rating lautet der neue faire Wert je Aktie 60,57 € (zuvor: 57,80 €).

Unternehmensdaten (in Mio. EUR / IFRS)	2006	2007	2008e	2009e
Gesamterträge	4.117	4.253	4.259	4.548
gg. Vj. (%)	+7,5	+3,3	+0,1	+6,8
EBT	941	1.004	1.108	1.295
gg. Vj. (%)	+31,6	+6,7	+10,4	+16,9
Nettoergebnis	695	870	775	906
gg. Vj. (%)	+42,1	+25,2	-10,9	+16,9
Eigenkapital	5.205	5.309	5.594	6.409
Risikoaktiva	85.143	91.076	94.236	100.573
RoE (%)	13,1	14,5	12,1	12,8
Cost-Income-Ratio (%)	68,3	67,2	65,6	63,5

Daten je Aktie (in EUR)	2006	2007	2008e	2009e
Ergebnis	4,24	5,30	4,72	5,52
Buchwert	31,74	32,37	34,11	39,08
Dividende	1,25	1,25	1,25	1,25

### Unternehmensportrait

Die Postbank zählt mit ca. 15 Millionen Kunden zu den führenden Finanzdienstleistern im deutschen Bankenmarkt. Fokus des Konzerns bilden das Retail Banking sowie Immobilienfinanzierungen. Hierbei kann die Postbank auf einen Vertriebsmix aus Filialen im Eigenbestand sowie der Deutschen Post, mobilen Finanzberatern und Direktdiensten zurückgreifen. Daneben ist die Postbank im Firmenkundengeschäft und im Transaktion Banking (Zahlungsverkehrsabwicklung) tätig. Meilensteine der jüngsten Vergangenheit bildeten die Übernahme des BHW und der Erwerb von 850 ehemaligen Post-Filialen im GJ 2006 sowie die Abwicklung des Zahlungsverkehrs der HypoVereinsbank seit dem GJ 07. An der Postbank ist die Deutsche Post AG mit 50% plus einer Aktie beteiligt. Derzeit weist die Postbank die folgenden Ratings auf: S&P: A-, Moody's: Aa2.

## Aktienanalyse

### Titelinschätzung

**Halten**

(zuvor Halten)

### Branche

Banken

### Fairer Wert

60,57 EUR

Margin of Safety 3,0%

### Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 10.03.2008 (EUR)	58,76
Anzahl der Aktien (Mio.)	164,0
Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	9.637
Freefloat (%)	50,00

### Bewertungskennzahlen

	2008e	2009e
KGV	12,4	10,6
KBV	1,7	1,5
Marktkap./Gesamtertr.	2,3	2,1
Marktkap. /EBT	8,7	7,4
Dividendenrendite (%)	2,1	2,1

### Termine

08.05.08	Hauptversammlung
13.05.08	Quartalsbericht Q1/08

### Historische Entwicklung (Schlusskurs)

52-Wochen-Hoch/Tief (EUR)	72,00/43,90		
absolut (%)	1M	3M	12M
	-2,2	-0,1	-5,0
relativ gg. (PP)	1M	3M	12M
DAX30	2,2	19,4	-1,0
DJ EURO STOXX	1,3	25,5	25,5
Banken			



Christian Schreiner

Analyst

+49 89 2171 27346

Christian.Schreiner@bayernlb.de

Beachten Sie bitte die Hinweise auf den letzten Seiten.

## Highlights

- Anstieg des Konzernnettoergebnisses um 25,2% y/y auf 870 Mio. Euro bzw. 5,30 Euro je Aktie, teilweise begünstigt durch Sondereffekte aus Beteiligungsverkäufen und der in 2008 anstehenden Unternehmenssteuerreform in Deutschland.
- Relativ moderate erfolgswirksame Belastungen aus Wertpapierpositionen mit U.S. Subprime Bezug von 112 Mio. Euro im GJ 07; allerdings im H2/08 Anstieg der negativen Neubewertungsrücklage um 359 Mio. Euro (tlw. auch aufgrund von allgemeinen Spread Ausweitungen) auf 529 Mio. Euro Ende Dezember 07.
- Ertragstreiber waren trotz jeweils widriger Umstände das Zinsergebnis (+4,0% y/y auf 2,24 Mrd. Euro) und das Handelsergebnis (+9,8% y/y auf 0,29 Mrd. Euro).
- Kontinuierliche Fortsetzung der Kostendisziplin führte zu einem Rückgang der Cost-Income-Ratio auf konzerweit 67,2% bzw. ohne Transaktion Banking auf 64,8% (Vj.: 68,3% bzw. 66,7%) trotz Sonderbelastungen (u.a. Integrationskosten) über insgesamt 113 Mio. Euro.
- Größte Wachstumstreiber auf Segmentebene waren das Firmenkundengeschäft und Financial Markets. Im für die Postbank nach wie vor wichtigsten Segment Retail Banking zeigte sich ein moderates EBT-Wachstum von 2,2% y/y.
- Überraschend geringe Zuführungen zur Risikovorsorge dank einer stabilen Kreditportfolioqualität (hohe Ratinggüte und konservativer Beleihungsauslauf) und einer reduzierten Risikovorsorgequote bezogen auf das Kundenforderungsvolumen von 37 Bp (Vj.: 39 Bp).
- Erfolgreicher Ausbau von Marktanteilen in den Kerngeschäftsaktivitäten der Postbank und Erreichen des Neukundenziels von 1,0 Mio. im GJ 07. Auf Produktseite zeigten vor allem die wichtigen „Ankerprodukte“ Girokonten (+25% y/y) und Spareinlagen (+83%) hohes Wachstum.
- Start des Strategieprogramms „Next Step“ zur wertorientierten Weiterentwicklung der Postbank mit Fokus auf die zielgerichtete margenträchtige Steigerung des Cross Selling Volumens bei Kernkunden (sog. „Core Customer“ Konzept) und kosteneffiziente Erhöhung der Dienstleistungsqualität und -produktivität.

## Geschäftsentwicklung

Im GJ 07 konnte die Postbank (PBK) aus der betrieblichen Geschäftstätigkeit einen Ertragsanstieg um 3,3% y/y auf 4,25 Mrd. Euro realisieren. Der Anteil des Zinsüberschuss an den gesamten betrieblichen Erträgen konnte auf 52,7% (Vj.: 52,3%) ausgebaut werden und profitierte insbesondere von einem starken Q4/07. Im Q4/07 konnte die PBK ihren Zinsüberschuss sowohl gegenüber dem Q3/07 als auch Q4/06

deutlich um 11,5% bzw. 10,7% auf 0,6 Mrd. Euro ausbauen und profitierte dabei von einem Einmalertrag in Höhe von 15 Mio. Euro sowie einer positiven Entwicklung des Handelszinsergebnisses. Im GJ 07 erwirtschaftete die PBK damit einen Zinsüberschuss von 2,24 Mrd. Euro (+4,0% y/y) – ein angesichts widriger Umstände (flache bis inverse Zinstrukturkurve) beachtliches Resultat. Auf der Zinsertragsseite erwirtschaftete PBK ein Plus von 9,6%, getragen von höheren Zinsen aus Wertpapierpositionen (+20,5% auf 2,49 Mrd. Euro) sowie Kredit- und Geldmarkt-geschäften (+6,9% auf 5,44 Mrd. Euro). Das Kreditvolumen erhöhte sich binnen Jahresfrist um 11,9% auf 118,14 Mrd. Euro; maßgeblicher Treiber für den Zinsertraganstieg war damit der Volumenaspekt; im Wertpapierportfolio hingegen verbesserte sich die Zinsmarge durch den unterjährigen Verkauf niedrig verzinslicher Wertpapiertitel. Die Zinsaufwendung erhöhten sich bei einem Anstieg der Kundeneinlagen (+9,3% y/y auf 110,7 Mrd. Euro) im Jahresvergleich um 11,8% auf 6,14 Mrd. Euro.

Das Provisionsergebnis ist um 1,6% y/y auf 1,43 Mrd. Euro im GJ 07 angestiegen und profitierte dabei von einem seit dem Q3/07 anhaltenden Wachstumstrend, unterstützt von Marketing- und Vertriebsmaßnahmen für provisionsträchtige Produkte. Die Provisionen aus der Erbringung von „Post-Dienstleistungen“ haben sich erwartungsgemäß rückläufig (Effekt: -31 Mio. Euro) entwickelt.

Das Handelsergebnis konnte trotz eines sehr schwachen Q4/07 (-67,1% y/y auf 26 Mio. Euro) im GJ 07 um 9,8% y/y auf 0,29 Mrd. gesteigert werden. Der Rückgang des Handelsergebnisses im H2/07 auf 121 Mio. Euro (H1/07: 169 Mio. Euro) ist primär geringeren Erträgen aus Derivaten geschuldet; eine direkte Beeinflussung des Handelsergebnisses durch Marktwertabschreibung ist bei der PBK aufgrund der Nichtklassifizierung von U.S.-hypothekenbesicherten Wertpapieren als Handelsbestände nicht gegeben. Ergebniswirksame Marktwertbelastungen im Zusammenhang mit der U.S. Subprime Hypothekenkrise finden sich bei der PBK im Finanzanlageergebnis, das im GJ 07 insgesamt mit Wertberichtigungen in Höhe von 112 Mio. Euro auf strukturierte Wertpapiere (CDOs) mit U.S. Subprime Bezug belastet wurde. Jene Marktwertbelastungen wurden jedoch durch die Buchgewinne aus der Veräußerung des Versicherungsgeschäftes an Talanx im Q3/07 überkompensiert. Insgesamt beläuft sich das Finanzanlageergebnis auf 294 Mio. Euro im GJ 07 und ist damit nahezu unverändert gegenüber dem Vorjahr.

Die betrieblichen Kosten haben sich leicht um 1,6% y/y auf 2,86 Mrd. Euro erhöht, wobei der Anstieg primär durch Sondereffekte (u.a. aus der Integration des Zahlungsverkehrs der HVB und der Integrationskosten des BHW) in Höhe von 113 Mio. Euro geprägt ist. Auf bereinigter Basis zeigt sich die strikte und disziplinierte Kostenkontrolle von PBK in Form eines Kostenrückgangs auf 2,74 Mrd. Euro (-2,4% y/y) trotz ausgeweiteter Geschäftsvolumina. Als Resultat des zum betrieblichen Ertragswachstum (3,3% y/y) unterproportionalen Kostenanstiegs ergibt sich eine Verbesserung der Cost-Income-Ratio (CIR) um 110 Bp auf 67,2% bzw. ohne Berücksichtigung des Transaktion Banking auf 64,8% (Vj.: 66,7%) im klassischen Bankgeschäft.

Der Anstieg der Risikovorsorge von 0,3% y/y auf 338 Mio. Euro ist deutlich geringer als von uns erwartet ausgefallen. Die geringe Risikovorsorgezuführungsquote in Relation zum Kundenforderungsbestand in Höhe von 37 Bp (Vj.: 39 BP) ist neben der hohen Ratinggüte (94% des Portfolios haben Investmentgrade-Rating) und Sicherungsquote (LTV in der selbstgenutzten Wohnimmobilienfinanzierung bei ca. 70%) auch auf das günstige konjunkturelle Umfeld in Deutschland zurückzuführen.

Das Ergebnis vor Steuern hat sich um 6,7% y/y auf 1,0 Mrd. Euro erhöht, womit sich eine EBT-Marge inklusive des sonstigen Ergebnisses (-55 Mio. Euro) von 22,8% (Vj.: 21,8%) ergibt. Bereinigt um Sondereffekte in Höhe von netto -25 Mio. Euro (u.a. Integrationskosten, Subprime Belastungen und Buchgewinne aus dem Verkauf des Versicherungsgeschäftes im Q3/07) hätte sich gar ein korrigiertes EBT-Wachstum von 9,8% y/y ergeben. Das Konzernnettoergebnis profitierte neben der aufgezeigten operativen Dynamik auch von positivem einmaligen Steuereffekten aufgrund der Steuerreform 2008 in Deutschland (Neubewertung der latenten Steuern mit positiven Gesamteffekt von 153 Mio. Euro). Bei einer Steuerrate von demzufolge lediglich 13,25% (Vj.: 26 %) ergibt sich ein signifikanter Anstieg des Konzernnettoergebnis im Vorjahresvergleich um ein Viertel auf 870 Mio. Euro. Die Eigenkapitalrendite nach Steuern wird von PBK mit 16,7% nach 14,0% im Vorjahr angegeben.

Bei einem Kernkapital von 5,46 Mrd. Euro beträgt die, bezogen auf die mit Adressenausfall- und operationalen Risiken gewichteten Vermögenswerte in Höhe von 78,9 Mrd. Euro, berechnete Tier 1 Ratio 6,9% (Vj.: 6,6%). Das bilanzielle Geschäftsvolumen erhöhte sich auf 202,99 Mrd. Euro (+9,8% y/y), der Bestand an Baufinanzierungen (inkl. Bauspardarlehen) ist auf 67,96 Mrd. Euro (+9,1% y/y; Zielwert: 10% p.a.) angestiegen. Das Restexposure an U.S. Subprime CDOs beträgt per Ende 07 0,8 Mrd. Euro brutto (vor Abschreibung von 112 Mio. Euro) und ist Teil eines strukturierten Kreditportfolios über insgesamt 6,3 Mrd. Euro.

#### Segmententwicklung:

Im für die Postbank bedeutendsten Segment Retail Banking konnte das EBT mit 2,2% in Relation zum Gesamtkonzern EBT-Wachstum von 6,7% nur unterproportional gesteigert werden. Bei einem leichten Anstieg des Zinsergebnis um 2,3 % y/y auf 2,39 Mrd. Euro ist der Ertragsrückgang um 13 Mio. Euro y/y auf 3,44 Mrd. Euro im Wesentlichen auf das rückläufige Provisionsergebnis von 0,99 Mrd. Euro (Vj.: 1,06 Mrd. Euro) zurückzuführen. Ursächlich hierfür sind primär die abnehmenden Provisionserträge aus dem Verkauf von „Post-Dienstleistungen“ im Filialgeschäft. Die operative Kostenseite (+1,5% y/y auf 2,21 Mrd. Euro) wurde sehr stark durch die oben genannten Sondereffekte aus der BHW Integration sowie der Filialmodernisierung belastet. Demzufolge verschlechterte sich die Segment-CIR auf 64,2% (Vj.: 63%). Die EBT-Marge im Retail Banking beträgt 27,4% im GJ 07 nach 26,7% im Vorjahr und profitiert angesichts der im GJ 07 geringeren operativen Effizienz von einer zum Kreditwachstum von 9,6% auf 72,1 Mrd. Euro unterproportionalem Anstieg der Risikovorsorge um 5,4% auf 0,29 Mrd. Euro.

Im Firmenkundengeschäft konnte PBK dank steigender Erträge (+2,7% y/y auf 0,38 Mrd. Euro) einerseits und sinkender operativer Kosten (-4,7% y/y auf 0,16 Mrd. Euro) andererseits die Segment-CIR deutlich auf 42,7% (Vj.: 46%) senken. Wesentlicher Treiber war das Zinsergebnis (+32 Mio. Euro auf 292 Mio. Euro) verbunden mit einem Ausbau des Kreditbuchs um 29,6% y/y auf 17,6 Mrd. Euro im GJ 07. Auch im Firmenkundengeschäft entwickelte sich die Risikovorsorge unterproportional zum Kreditbuch; auf gewerbliche Immobilienfinanzierungen haben sich gemäß PBK trotz erster Anzeichen sich verschlechternder „Besicherungsrate“ (Loan to Value Ratio) in UK und USA noch keine Notwendigkeit direkter Wertberichtigungsmaßnahmen ergeben. Bei einem Segment-EBT von 191 Mio. Euro (+15,8% y/y) hat sich die Segment-EBT-Marge auf 50% (Vj.: 44,4%) verbessert.

Im Transaktion Banking konnte PBK mit der Übernahme und Integration des HVB Zahlungsverkehrs im GJ 07 seine Marktführerschaft in Deutschland ausbauen und infolgedessen einen Anstieg bei den Provisionserträgen um 33,1% y/y auf 350 Mio. Euro realisieren. Das Transaktionsvolumen ist hierbei um 1 Mrd. auf 7,2 Mrd. angestiegen. Bei einer Segment-CIR von 93,5% (Vj.: 91,8%) hat sich das Segment-EBT auf 36 Mio. Euro (+9 Mio. Euro y/y) erhöht. Bei operativen Segmenterträgen von 354 Mio. Euro ergibt sich sodann eine nahezu unveränderte EBT-Marge von 10,2%.

Im Segment Financial Markets erzielte PBK trotz insbesondere im H2/07 widriger Kapitalmarktumstände ein Ertragsplus von 30,4% y/y auf 270 Mio. Euro im GJ 07. Treiber war ein starkes Zinsergebnis (+23,9% auf 114 Mio. Euro), das von einem äußerst starken Q4/07 dank positiver Sonderertragseffekte aus der luxemburgischen PBK Tochtergesellschaft profitierte. Auf Gesamtjahresebene erzielte die PBK einen Ertragszuwachs im Handelsergebnis von 26 Mio. Euro auf insgesamt 72 Mio. Euro. Deutlich unterproportional steigende operative Kosten von 6,4% y/y auf 83 Mio. Euro führten zu einer signifikanten Verbesserung der Segment-CIR auf 30,7% (Vj.: 37,7%). Bei einem Segment-EBT von 190 Mio. Euro beträgt die EBT-Marge 70,4% (Vj.: 63,8%).

## Perspektiven

Das GJ 07 war für die Postbank (PBK) organisatorisch durch einen freiwilligen Wechsel an der Vorstandsspitze, den Verkauf der bisherigen Versicherungssparten an die Talanx Gruppe, den Erwerb der Zahlungsverkehrsabwicklung der HypoVereinsbank und dem Eingehen strategischer Vertriebskooperationen mit TCHIBO und der HUK-Coburg geprägt. Darüber hinaus hat PBK Ende 2007 die Pfandbrieflizenz erhalten.

Finanziell gesehen lag die PBK mit der Vorlage der finalen Geschäftszahlen für das GJ 07 im Rahmen unserer Erwartungen und hat zudem ihre bisherigen Finanzziele für 2008 (CIR im klassischen Bankgeschäft unter 63% und Eigenkapitalrendite vor Steuern von 20%) bekräftigt. Mittelfristig strebt die Postbank ein Vorsteuerergebnis in der Spanne 1,4 Mrd. Euro – 1,45 Mrd. Euro basierend auf einem kontinuierlichen

Ertragswachstum und einer auch zukünftig effizienten Kostenkontrolle bei einer Ziel-CIR von 58% im Jahr 2010 an.

Die künftige geschäftliche Entwicklung der PBK ist vom Erfolg des Strategieprogrammes „Next Step“ und der konsequenten Fortsetzung einer operativen Kostendisziplin abhängig. Mit dem Strategieprogramm „Next Step“ verstärkt sich die Kundenfokussierung der PBK, indem über das „Core Customer“ Konzept gezielt Kunden mit hohem Wertbeitrag für die PBK identifiziert und über entsprechend ausgestaltete Vertriebs- und Produktlösungen angesprochen werden. Ziel dabei ist es die Anzahl dieser Kernkunden von 4,6 Mio. im GJ 07 auf 5,2 Mio. im Jahr 2010 zu erhöhen. Wachstumsphantasien im Retail Banking ergeben sich zudem aus dem geplanten Ausbau der mobilen Finanzberater und dem durchgeführten Konzept „Filiale im Wandel“ mit positiven Auswirkungen auf die Service- und Beratungsqualität. Hieraus erwartet die PBK positive Ertrags- und Wachstumseffekte, insbesondere auch aus der tagtäglichen Laufkundschaft der Deutschen Post. Neben dem angestrebten Wachstum im Retail Banking will die PBK im Firmenkundengeschäft verstärkt zu den Kernbanken von Unternehmen gehören und setzt dabei auf einen steigenden Absatz an Mittelstandskrediten.

Die zuvor genannten Strategien und Maßnahmen sollten unsers Erachtens positiv auf die Kundenzufriedenheit und die Kundenbindung ausstrahlen und zu Cross Selling Erfolgen bei Kunden führen. Die Notwendigkeit einer kurzfristig „gehemmten“ Kreditvergabe aufgrund von Refinanzierungs- und oder aufsichtsrechtlichen Beschränkungen erwarten wir für die PBK nicht. Die neue Sparstrategie (u.a. Bewerbung des Produktes „Quartalssparen“) sollte ebenso wie der Erhalt der Pfandbrieflizenz im Dezember 2007 positiv auf die Refinanzierung des Kreditwachstums (loan to deposit Ratio GJ 07: 100%) wirken und auch in Phasen unruhiger Kapitalmärkte eine „kostengünstige“ stabile Refinanzierung ermöglichen.

Entscheidender Punkt für die künftige Rentabilität der PBK wird trotz vielversprechender kundenorientierter Ertragsmaßnahmen aufgrund teilweise schrumpfender Kernmärkten und der hohen Wettbewerbsintensität im deutschen Retail Banking die Kosteneffizienz sein. Bezogen auf die Kostenseite haben wir vor dem Hintergrund der im GJ 07 gezeigten Verbesserung der konzerntweiten CIR um 110 Bp trotz Sondereffekte über 113 Mio. Euro sowie weiterer angekündigter Maßnahmen zur Prozessoptimierung unsere bisherigen Kostenerwartungen angepasst. Die konsequente Strategie des effizienten, standardisierten Ausnutzens von Vertriebs- und Produktkapazitäten, teilweise in Kooperation mit starken Partnern („Make or buy“ Strategie) sollte auch zukünftig eine kosteneffiziente Ausweitung des Geschäfts- und Ertragsvolumen erlauben.

Die Kreditqualität des Kreditportfolios der PBK beurteilen wir als gut. Der Anteil ausfallgefährdeter Kredite am gesamten Kundenkreditvolumen beträgt brutto 2,04% (Vj.: 2,13%) und ist zu 61,5% durch Risikovorsorgemaßnahmen abgedeckt. Daneben weist das mit Adressenausfallrisiken behaftete Kreditportfolio der PBK eine sehr gute

Ratingklassifizierung (94% im Investmentgradebereich) und eine hohe Besicherungsquote auf. In der gewerblichen Immobilienfinanzierung gibt die PBK per Ende 07 ein Gesamtexposure von 11,3 Mrd. Euro an, wovon 43% auf die USA und UK mit überwiegendem Beleihungsauslauf unter 80% (in UK: 60%; in USA 70%) entfallen. Das Kreditrisiko hieraus erachten wir als moderat; eine Verschlechterung der Kreditqualität korreliert allerdings mit unsicheren Cashflows in Abhängigkeit der konjunkturellen Entwicklung in USA und UK. Jenes latente Risiko haben wir über entsprechend angepasste Risikovorsorgen berücksichtigt.

Das strukturierte Kreditportfolio der PBK beläuft sich zum Ende des GJ 07 auf 6,3 Mrd. Euro, wovon brutto 800 Mio. Euro auf Wertpapierpositionen mit U.S. Subprime Bezug entfallen. Das strukturierte Kreditportfolio der PBK weist nach wie vor eine sehr gute Ratingstruktur (auch nach Ratinganpassung: 99% der Wertpapiere im Investmentgradebereich) auf. Dennoch können angesichts der sich im Q1/08 fortsetzenden Marktverwerfungen entgegen unserer letzten Einschätzungen weitere Marktwertabschreibungen auch für das PBK Portfolio nicht ausgeschlossen werden. Aufgrund der Nichtklassifizierung der strukturierten Wertpapierpositionen als Handelspositionen sollte der überwiegende Teil weiterer Marktwertabschreibungen jedoch nicht ergebnisbelastend wirken. Das angestrebte Ziel einer aufsichtsrechtlich relevanten Tier 1 Ratio von mindestens 7,5% in 2009 halten wir für realistisch. Positiv sollte sich hierbei neben der stetigen Optimierung der Rentabilität in den nächsten Jahren auch die vollständige konzernweite Anwendung von Basel II und eine ökonomisch risikogerechtere Modellierung der Marktwerttrisiken auswirken. In Gesamtwürdigung beurteilen wir die risikogewichtete Kapitalausstattung als angemessen.

Die Anpassung unserer bisherigen Schätzungen für 2008 (Erträge: -1,7%; Nettoergebnis – 2% auf 775 Mio. Euro) beruht angesichts der positiven Einschätzung der Ertrags- und Wachstumspotentiale des Strategieprogramms „Next Step“ primär auf einem geringeren Finanzanlageergebnis aufgrund weiterer unterstellter Marktwertbelastungen aus dem strukturierten Kreditportfolien der PBK und einer erhöhten Risikovorsorge. Im Rahmen unseres Bewertungsmodells hat sich die AFC-Eigenkapitalrendite leicht auf 12,8% (Vj. 12,7%) als Ausdruck der erfolgreichen Kosteneffizienzsteigerungen der PBK erhöht. Der Anstieg des fairen Wertes je Aktie auf 60,57 Euro (zuvor 57,80 Euro) ist damit primär auf die jährliche Anpassung der Eigenkapitalbasis zurück zu führen; derzeitige positive Kurseffekte aus Marktspekulationen über einen Verkauf des Mehrheitsanteils der Deutschen Post an der Postbank wurden in unserem fundamentalen Bewertungsmodell nicht berücksichtigt. Das Rating für die Postbank-Aktie lautet demnach unverändert „Halten“.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Führende Retailbank im deutschen Markt mit Zugang zu ca. 15 Mio. Kunden verbunden mit hoher Markenbekanntheit und tagtäglichem „Laufkundschaft“ der Deutschen Post</li> <li>- Multikanales Vertriebssystem mit den Standbeinen Filialnetz, mobile Finanzberater und Direktbanking</li> <li>- Starke Marktpositionierung der BHW im Bausparkassengeschäft (2. größte Bausparkasse)</li> <li>- Stärkung der „kostengünstigen“ Refinanzierungsbasis über die Pfandbrieflizenz (seit 12/2007)</li> <li>- Kooperation mit ausgewählten Drittanbietern zur Vertiefung und Optimierung des Produktangebots sowie des Marktzugangs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Hart umkämpfter deutscher Retailmarkt, gekennzeichnet durch einen Preiswettbewerb und Margendruck; wodurch Rentabilitätssteigerungen fast ausschließlich über Kostenvorteile möglich sind.</li> <li>- Äußerst starke Fokussierung auf den deutschen Retailmarkt und nur geringe internationale Ertragsdiversifikation</li> <li>- Relativ schwache Marktposition im Wertpapier- und Investmentproduktbereich</li> <li>- Hohe Ertragsabhängigkeit vom Zinsergebnis und damit der Entwicklung der Zinsstrukturkurve</li> <li>- Hohe Ertragsabhängigkeit von Kernkunden im Retail- und Firmenkundengeschäft</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Re-Organisation zugunsten einer kundenorientierten Geschäftspolitik im Rahmen des Strategieprogrammes „Next Step“ und „Verschlankung“ der Prozessstruktur</li> <li>- Belegung der Nachfrage nach Immobilienkrediten (u.a. Trend zu Modernisierung und Umwelteffizienz von Immobilien)</li> <li>- Stärkung des Cross Selling durch Filialmodernisierung und durch Forcierung von Customer Relationship Management (CRM) Tools</li> <li>- Ausweitung des Produktangebots im Firmenkundengeschäft (u.a. Anbieten von Förderkrediten im Mittelstandsgeschäft) zur Reduzierung der Abhängigkeit von der Volatilität der Gewerbeimmobilienfinanzierung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dem Bankgeschäft originär zugrunde liegende Finanzrisiken (Marktpreis-, Zinsänderungs-, Kredit- und operationelle Risiken)</li> <li>- Hohe Abhängigkeit von der konjunkturellen Lage und der Konsum- bzw. Kreditnachfrage in Deutschland</li> <li>- Reputationsrisiken aus eingegangenen Vertriebskooperationen</li> <li>- Leicht erhöht latente Werthaltigkeitsrisiken auf strukturierte Wertpapiere mit Gesamtvolumen von brutto 6,3 Mrd. Euro, davon insgesamt 19% in ABS, RMBS und CMBS sowie 0,8 Mrd. CDOs mit direkten U.S. Subprime Bezug.</li> <li>- Zudem latente Impairment- bzw. Cashflowrisiken aus Gewerbeimmobilienfinanzierungen in den USA und UK</li> </ul>
Quelle: BayernLB Research	

## Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 11.03.2008. 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:

Postbank 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

\* BayernLB Value Research – Empfehlungssystematik der wertorientierten Aktienanalyse (modifizierter Value Ansatz Graham'scher Prägung)

### Definitionen/Prämissen

**Fairer Wert** Der faire Wert entspricht dem Aktienkurs, bei dem das Unternehmen – unter der Annahme normalisierter zukünftiger Bedingungen – nach klassischen Value-Kriterien angemessen bewertet ist.

**„Margin of Safety“** Die „Margin of Safety“ („Sicherheitsspanne“) ist die Differenz zwischen dem gegenwärtigen Aktienkurs und dem fairen Wert (gemessen als Abschlag vom fairen Wert, wenn gilt: Aktienkurs < fairer Wert).

Indikativer Zeithorizont der Anlageempfehlung: 24 Monate

### Bedeutung der Empfehlungen

**Kaufen** Die „Margin of Safety“ ist größer als 20%.

**Halten** Die „Margin of Safety“ liegt in der Spanne von 0% bis einschließlich 20%.

**Verkaufen** Der faire Wert liegt unter dem gegenwärtigen Aktienkurs.

## Letzte abweichende Empfehlung (innerhalb der vergangenen 12 Monate)

keine abweichende Empfehlung

## 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
42%	5%	39%	6%	3%	5%

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

Kaufen	Übergewichten	Halten	Neutral	Verkaufen	Untergewichten
44%	4%	28%	12%	0%	12%

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.

**Christian Schreiner**  
Analyst  
Banken  
Tel +49 89 2171 27346  
Christian.Schreiner@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