

Unternehmen aktuell

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

22. März 2007

Postbank

Anlageurteil

Die für das Geschäftsjahr 2006 von der Postbank vorgelegten Zahlen lagen zum Teil über unseren Erwartungen und stellen damit auch eine positive Überraschung für den Markt dar. Zu dem deutlichen Anstieg des Vorsteuerergebnisses um 31,6% auf 941 Mio. Euro (2006) steuerten alle vier Geschäftsbereiche bei. Ferner konnte im Konzern die Cost-Income Ratio (CIR) von 75,0% auf 68,3% (2006) gesenkt werden was sich auch im Anstieg der Eigenkapitalrendite vor Steuern (RoE) von 14,9% (2005) auf 18,9% widerspiegelt. Als Ergebnis der positiv zu wertenden Geschäftszahlen für 2006 und den nach wie vor günstigen Perspektiven heben wir unsere Schätzung für 2007 und 2008 (näheres siehe Perspektiven) an und betrachten zukünftig unter durchschnittlichen Bedingungen (AFC) einen RoE nach Steuern von 15% für erreichbar. Hieraus erhöht sich der Wert auf 69,76 Euro (zuvor: 67,64 Euro). Das Anlageurteil bleibt bei „Halten“.

Unternehmensdaten (in Mio. EUR / IFRS)	2005*	2006	2007e	2008e
Gesamterträge	3.828	4.117	4.319	4.433
gg. Vj. (%)	k.A.	+7,5	+4,9	+2,6
EBT	715	941	1.085	1.224
gg. Vj. (%)	k.A.	+31,6	+15,3	+12,8
Nettoergebnis	489	695	715	858
gg. Vj. (%)	k.A.	+42,1	+2,9	+20,0
ROE vor Steuern (%)	14,9	18,9	20,2	20,6
Cost-Income Ratio (%)**	75,0	68,3	66,1	64,5
Gesamte Risikoaktiva	69.892	93.765	95.950	99.460
Kernkapital-Quote (%)	8,3	5,5	5,6	5,7

* pro forma inkl. BHW; ** Gesamtbank

Daten je Aktie (in EUR)	2005*	2006	2007e	2008e
Ergebnis	2,98	4,24	4,36	5,23
Buchwert	30,85	31,74	34,42	35,48
Dividende	1,25	1,25	1,25	1,30

Unternehmensportrait

Die Postbank ist mit 14,6 Millionen Kunden, gemessen an der Kundenzahl, eine der größten Retail-Banken Deutschlands. Geschäftsschwerpunkte der Postbank sind das Retailbanking, Firmenkunden, Transaktion Banking und Financial Markets. Ihre zumeist standardisierten Produkte bietet die Postbank in ca. 9.000 Filialen der Deutschen Post World Net (inklusive 850 Postbank-Centern) an. Im Bereich des Transaction Bankings wickelt die Postbank seit Mitte des Jahres den In- und Auslandszahlungsverkehr der Deutschen Bank und der Dresdner Bank ab. Im GJ/06 erzielte die Postbank bei Gesamterträgen ohne Risikovorsorge von 4.117 Mio. Euro ein Vorsteuerergebnis von 941 Mio. Euro. Das aktuelle S&P-Rating lautet A (negativ). Der Anteil der Deutschen Post AG beträgt derzeit 50,0% plus eine Aktie.

Aktienanalyse

Titelinschätzung

Halten

(zuvor Halten)

Brancheneinschätzung

Banken
Verhaltene Perspektiven

Fairer Wert

69,76 EUR
Margin of Safety 8,84%

Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 21.03.2007 (EUR)	63,59
Anzahl der Aktien (Mio.)	164,00
Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	10.428,76
Freefloat (%)	50,00

Bewertungskennzahlen

	2007e	2008e
KGV	14,6	12,2
KBV	1,8	1,8
Marktkap./Ges.erträge	2,4	2,4
Marktkap. /EBT	9,6	8,5
Dividendenrendite (%)	2,0	2,0

Termine

10.05.07	Hauptversammlung
14.05.07	Geschäftszahlen Q1/07

Historische Entwicklung (Schlusskurs)

52-Wochen-Hoch/Tief (EUR)	67,60/48,80		
absolut (%)	1M	3M	12M
	-4,4	0,5	6,8
relativ gg. (PP)	1M	3M	12M
DAX30	-0,6	-2,7	-6,4
DJ EURO STOXX	0,0	-0,8	-1,0
Banken			



Thilo Gorlt
Senior Analyst
+49 89 2171 21761
Thilo.Gorlt@bayernlb.de

Beachten Sie bitte die Hinweise auf den letzten Seiten.

Highlights

- Bei einem Anstieg der Gesamterträge vor Risikovorsorge auf 4.117 Mio. Euro für das GJ/06 (+7,5% y/y) und leicht rückläufigen Verwaltungsaufwendungen (-2,0% y/y auf 2.812 Mio. Euro) verbesserte die Postbank das Vorsteuerergebnis (EBT) von 715 Mio. Euro (2005) um 31,6% auf 941 Mio. Euro.
- Der überproportionale Anstieg des Nettoergebnisses 2006 gg. Vj. um 42,1% auf 695 Mio. Euro ist i.W. auf die niedrigere Steuerquote von 26,0% (Vj. 31,1%) im Zuge steuerfreier Gewinne aus Beteiligungsverkäufen zurückzuführen.
- In allen vier Hauptgeschäftsfeldern (Retailbanking, Firmenkunden, Transaction Banking und Financial Markets) ergaben sich im Zuge rückläufiger Cost-Income Ratios Ergebnisverbesserungen gg. Vj. im zweistelligen Prozentbereich (Vgl. Geschäftsentwicklung) sowie Steigerungen der Eigenkapitalrendite vor Steuern.
- Deutliche Verbesserung der Cost-Income Ratio (Gesamtbank) von 75,0% (2005) auf 68,3% im abgeschlossenen Geschäftsjahr 2006. Im klassischen Bankgeschäft (ohne Transaction Banking) sank im Jahresvergleich die Cost-Income Ratio von 73,5% (2005) auf 66,7%.
- Die im GJ/06 angefallenen Nettointegrationskosten in Höhe von 85 Mio. Euro konnte durch den Verkauf strategischer Beteiligungen in Q4/06 von 84 Mio. Euro, die das Finanzanlageergebnis erhöhten, fast vollständig ausgeglichen werden.
- Bereinigt um den Sondereffekt (+84 Mio. Euro aus Beteiligungsverkauf) fiel das Finanzanlageergebnis gg. Vj. um 23% auf 208 Mio. Euro und spiegelt damit die Entwicklung am Zinsmarkt wider.
- Erhöhung des RoE vor Steuern von 14,9% (2005) auf 18,9% (2006).
- Dividendenvorschlag für 2006: 1,25 Euro je Aktie (Vj: 1,25 Euro je Aktie).

Geschäftsentwicklung

Mit den für das Geschäftsjahr 2006 vorgelegten Zahlen lag die Postbank leicht über unseren Erwartungen. Bei Gesamterträgen (vor Risikovorsorge) von 4.117 Mio. Euro (+7,5% gg. 2005) erzielte das Institut bei einem Vorsteuerergebnis von 941 Mio. Euro (+31,6% y/y) ein Nettoergebnis von 695 Mio. Euro (+42,1% y/y). Alle vier Hauptgeschäftsbereiche steuerten zu dieser positiven Entwicklung bei. Im Zuge leicht rückläufiger Verwaltungsaufwendungen (-2,0% y/y auf 2.812 Mio. Euro) verbesserte sich die Cost-Income Ratio (Gesamtbank) von 75,0% (2005) auf 68,3% (2006). Im klassischen Bankgeschäft, d.h. exklusive Transaction Banking, konnte der

Vorjahreswert von 73,5% auf 66,7% zurückgeführt werden. Die bilanzbezogenen Erträge (Zinsüberschuss, Handelsergebnis und Finanzanlageergebnis) stiegen gg. Vj. von 2.449 Mio. Euro um 10,7% auf 2.710 Mio. Euro. Bezogen auf das durchschnittliche Eigenkapital von 4.979 Mio. Euro (2006) stieg die Eigenkapitalrendite vor Steuern auf 18,9% (Vj. 14,9%). Bei der Nachsteuerbetrachtung erhöhte sich der Wert von 10,2% (2005) auf 14,0%. Das Management schlägt für 2006 eine gg. dem Vorjahr unveränderte Dividende in Höhe von 1,25 Euro je Aktie.

Entwicklung in den einzelnen Geschäftsbereichen:

Wie auch in den Vorquartalen war der Geschäftsbereich **Retail Banking** von der Neuakquisition des BHW sowie zusätzlicher Postfilialen geprägt. Hieraus ergab sich eine Belastung aus Integrationskosten von 85 Mio. Euro. Trotzdem konnte das Ergebnis vor Steuern gg. Vj. um 14,6% auf 924 Mio. Euro gesteigert werden (2005: 806 Mio. Euro), was neben dem erhöhten Zinsüberschuss (+8,3% y/y auf 2.358 Mio. Euro) auch auf die rückläufige Entwicklung bei Verwaltungsaufwand zurückzuführen war (-5,3% y/y auf 2.178 Mio. Euro). Neben einer deutlichen Verbesserung der Cost-Income Ratio von 69,7% (2005) auf 63,0% (2006) stieg auch der RoE vor Steuern auf 32,7% (Vj. 29,2%).

Im **Firmenkundengeschäft** konnte das Ergebnis vor Steuern gg. Vj. um 10,7% auf 165 Mio. Euro ausgebaut werden. Wachstumstreiber war auch hier der Zinsüberschuss, der auf 260 Mio. Euro (+9,2% y/y) zulegte und den rückläufigen Provisionsüberschuss (-2,8% y/y auf 105 Mio. Euro) kompensierte. Bei einer Verbesserung der Cost-Income Ratio auf 46,0% (Vj. 46,5%) stieg der RoE vor Steuern von 43,2% (2005) auf 46,7%.

Der Anstieg des Vorsteuerergebnisses (EBT) im **Transaction Banking** um 17,4% y/y auf 27 Mio. Euro ist vor dem Hintergrund eines rückläufigen Provisionsüberschusses (-5,4% y/y auf 263 Mio. Euro) vor allen auf die deutlich reduzierten Verwaltungsaufwendungen (im Zuge weiter sinkender beleghafter Transaktionen) in Höhe von -6,8% y/y zurückzuführen. Die Cost-Income Ratio sank im Berichtsjahr auf 91,8% (Vj. 92,9%).

Der Geschäftsbereich **Financial Markets** erzielte einen Anstieg beim EBT auf 132 Mio. Euro (+10,0% y/y). Die Cost-Income Ratio reduzierte sich auf 37,7% (Vj. 40,0%) und der RoE vor Steuern verbesserte sich von 22,0% (2005) auf 23,8%.

Perspektiven

Vor dem Hintergrund der erfreulichen Geschäftszahlen 2006 erwarten wir für 2007 und 2008 eine Fortsetzung der positiven Entwicklung. Wachstumsmotor dürfte (wenn auch mit rückläufigen Zuwachsraten) auch in Zukunft der Zinsüberschuss sein (2006: 11,6% y/y, BayernLB Prognose 2007e: 8,2% y/y; 2008e: 6,2%). Für die Risikovorsorge erwarten wir eine gg. dem Zinsüberschuss unterproportionale Entwicklung (BayernLB Prognose: 2007e: 6,2%/y/y). Beim Provisionsüberschuss rechnen wir hingegen mit schwächeren Wachstumsraten. Im Zuge der 2007 nochmals anfallenden Integrationsaufwendungen (Sondereffekt) dürften die Verwaltungsaufwendungen u.E. gg. Vj. leicht zunehmen, wir halten aber das vom Management anvisierte Ziel für 2008, die Verwaltungskosten nach dem Wegfall des Sondereffekts auf das Niveau von 2005 zu drücken für durchaus erreichbar. Wir haben deshalb unsere Schätzung für 2007e und 2008e erhöht.

Konkret erhöhen wir unser erwartetes EBT für 2007e von bisher 996 Mio. Euro um 8,9% auf 1.085 Mio. Euro. Für das Nettoergebnis 2007e erhöhen wir unsere Prognose von bisher 646 Mio. Euro um 10,7% auf 715 Mio. Euro. Die Gründe für die Anhebung der Prognose sehen wir neben den weiter günstigen Geschäftsaussichten vor allem in einer bisher zu konservativen Einschätzung des Zinsüberschusses sowie der Risikovorsorge.

Wir gehen bei unserem Bewertungsmodell nun von einer unter durchschnittlichen Bedingungen erzielbaren Eigenkapitalrendite von 15,0% (bisher 14,0%) und einem durchschnittlichen Buchwert pro Aktie von 33,00 Euro (zuvor: 32,00 Euro) aus. Unser neuer faire Wert erhöht sich dadurch auf 69,76 Euro (bisher: 67,64 Euro).

Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 22.03.2007. 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 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%.

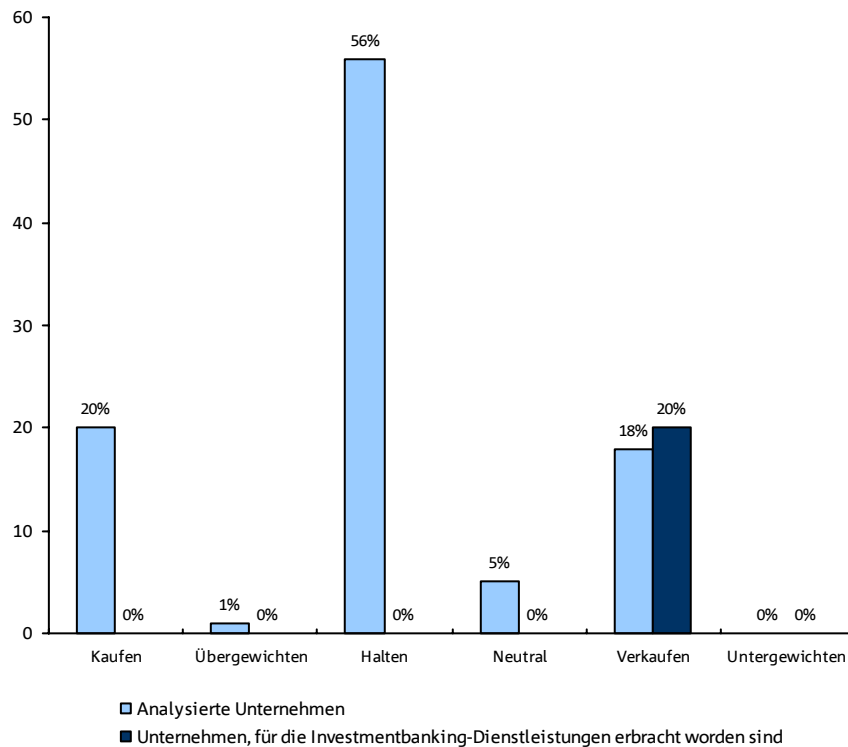
Verkaufen Der faire Wert liegt unter dem gegenwärtigen Aktienkurs.

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.



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, Italien,

Dänemark, Norwegen, Finnland, Portugal, Ungarn 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.

Thilo Gorlt
Senior Analyst
Banken
Technologie
Versicherungen
Tel +49 89 2171 21761
Thilo.Gorlt@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