

# Unternehmen aktuell

Reuters: CSGN.VX · Bloomberg: CSGN VX · ISIN: CH0012138530

13. Mai 2008

## Credit Suisse Group (CSG)

### Anlageurteil

Die Ertragslage im Q1/08 war maßgeblich durch eine Verschärfung der Kapitalmarktkrise mit Belastungen von 5,3 Mrd. CHF (insbesondere im CDO Trading Bereich unerwartet hohe Abschreibung) und führte zu einem unbefriedigenden Quartalsverlust von 2,15 Mrd. CHF. Während im Private Banking grundsätzlich unsere Erwartungen erfüllt wurden, zeigten vor allem das Investmentbanking und das Asset Management Ertrags- und Rentabilitätsprobleme. Die verwalteten Vermögen litten trotz teilweise positiver Neugeldzuflüsse unter negativen Währungs- und Kapitalmarkteffekten. Positiv beurteilen wir die Abbau der Risikopositionen im Q1/08 und die stabile im europ. Bankenvergleich sehr hohe Tier 1 Ratio von knapp 10%. Die Kursperformance seit unserer letzten Publikation sowie ein - infolge von notwendigen Ertrags- und Ergebnisanpassungen - reduzierter fairer Wert von 63,20 CHF je Aktie (zuvor: 67,00 CHF) führen zu einer Anpassung des Ratings auf „Halten“.

Unternehmensdaten (in Mio. CHF / US-GAAP)	2006	2007	2008e	2009e
Gesamterträge	38.603	39.735	28.227	36.177
gg. Vj. (%)	-	+2,9	-29,0	+28,2
EBT	14.300	13.748	5.764	10.607
gg. Vj. (%)	-	-3,9	-58,1	+84,0
Nettoergebnis	11.327	7.760	3.763	7.108
gg. Vj. (%)	-	-31,5	-51,5	+88,9
Eigenkapital	43.586	43.199	41.670	46.185
Risikoaktiva	253.676	312.068	318.183	334.135
RoE (%)	27,5	18,0	9,0	15,4
Cost-Income-Ratio (%)	63,2	64,8	78,5	70,2

Daten je Aktie (in CHF)	2006	2007	2008e	2009e
Ergebnis	10,30	8,18	3,63	7,03
Buchwert	35,90	37,17	36,18	40,10
Dividende	2,24	2,50	2,50	2,64

### Unternehmensportrait

Die 1856 gegründete Credit Suisse zählt heute zu den weltweit führenden Finanzdienstleistungsunternehmen. Als integrierte, globale Bank bietet die Credit Suisse ihren Kunden weltweit Dienstleistungen in den Geschäftsddivisionen Investment Banking, Private Banking und Asset Management an. Dabei zählen Retailkunden in der Schweiz sowie Unternehmen, institutionelle Kunden und vermögende Privatkunden weltweit zu den Kunden der Gesellschaft. Im Jahr 2006 hat sich die Gesellschaft von ihrem Versicherungsgeschäft unter der Marke Winterthur getrennt. Die Credit Suisse Group ist in über 50 Ländern tätig und beschäftigt weltweit mehr als 47.000 Mitarbeiter. Derzeit verfügt die Credit Suisse Group über folgende Ratings: S&P: A+, Moody's: Aa2, Fitch: AA-

## Aktienanalyse

### Titelinschätzung

## Halten

(zuvor Kaufen)

### Branche

Banken

### Fairer Wert

63,20 CHF  
Margin of Safety 9,8%

### Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 08.05.2008 (CHF)	57,00
Anzahl der Aktien (Mio.)	1.151,8
Marktkapitalisierung (Mio. CHF)	65.650
Freefloat (%)	77,00

### Bewertungskennzahlen

	2008e	2009e
KGV	15,7	8,1
KBV	1,6	1,4
Marktkap./Gesamtertr.	2,3	1,8
Marktkap. /EBT	11,4	6,2
Dividendenrendite (%)	4,4	4,6

### Termine

24.07.08	Quartalsbericht Q2/08
23.10.08	Quartalsbericht Q3/08

### Historische Entwicklung (Schlusskurs)

52-Wochen-Hoch/Tief (CHF)	94,30/45,16		
absolut (%)	1M	3M	12M
	4,2	0,0	-39,1
relativ gg. (PP)	1M	3M	12M
DJ STOXX 50	0,4	-1,0	-23,4
DJ STOXX Bank	0,8	-3,1	-8,0



Christian Schreiner  
Analyst  
+49 89 2171 27346  
Christian.Schreiner@bayernlb.de

Beachten Sie bitte die Hinweise auf den letzten Seiten.

## Highlights

- Ausweis eines Quartalsnettoverlustes von 2,15 Mrd. CHF bzw. 2,10 Franken je Aktie und Reduzierung des Eigenkapitals im Q1/08 um 12,9% auf 37,6 Mrd. CHF.
- Deutliche Wertminderungen über 5,3 Mrd. CHF auf Leverage-Finance- und strukturierte Kreditprodukte aufgrund der Zuspitzung der Kredit- und Kapitalmarktkrise und folglich Vorsteuerverlust im Investmentbanking von 3,5 Mrd. CHF.
- Aufrechterhalten eines Ergebniswachstumstrends einzig im schweizerischen Firmen- und Privatkundengeschäft (+5,6% Erträge; +2,9% EBT).
- Trotz stärker als erwartetem Neugeldzufluss im Privat Banking Rückgang der verwalteten Vermögenswerte auf 1.380,5 Mrd. CHF (u.a. Geldabfluss im Asset Management aufgrund des negativen Kapitalmarkt- und Währungsumfeldes) mit rückläufigen Ertragsimplikationen für das Wealth- und Asset Management.
- Erneute Zusatzbelastungen im Asset Management über 566 Mio. CHF auf im Vorjahr zurückerworbene Hypothekenwertpapiere aus Kundengeldmarktfonds und strukturelle Reorganisation des Asset Management.
- Reduzierung der Tier 1 Ratio auf 9,8% aufgrund negativer Effekte aus der Basel II Implementierung; Abbau der Risikoaktiva um 7,0% q/q auf 301,0 Mrd. CHF dank deutlicher Reduzierung der Bestände an Leverage-Finance-Positionen.

## Geschäftsentwicklung

Zum Q1/08 weist CSG auf Konzernebene aufgrund erneuter erheblicher Wertminderungen auf Handelspositionen erstmals seit Ausbruch der Kreditkrise letzten Jahres bei operativen Erträgen in Höhe von 3,1 Mrd. CHF (entspricht lediglich einem Viertels des Vorjahres) einen **Quartalsnettoverlust** von 2,15 Mrd. CHF (Vj.: Quartalsgewinn von 2,7 Mrd. CHF) aus. In Anlehnung an unsere bisherigen Publikationen wird nachfolgend die Geschäftsanalyse rein auf Basis der Kerngeschäftsaktivitäten (ohne Private Equity – Effekt: operatives Ergebnis von 43 Mio. CHF (Vj.: 900 Mio. CHF)) dargestellt.

Die **operativen Kernerträge** von CSG sind im Q1/08 binnen Jahresfrist um 71,7% auf 3,02 Mrd. CHF gesunken. Entsprechend der sich verschärfenden Entwicklungen an den Kreditmärkten innerhalb des Q1/08 sind die Gründe für die unbefriedigende Ertragsentwicklung primär in marktwertinduzierten Abschreibungen auf Leverage-Finance- und Gewerbeimmobilienfinanzierungen über 2,53 Mrd. CHF zu sehen. Anders als bei der Deutschen Bank musste CSG jedoch ebenfalls auf RMBS- und insbesondere CDO-Wertpapiere im Vergleich zu den Vorquartalen deutlich gestiegene Abschreibungen über 2,75 Mrd. CHF vornehmen. Davon entfallen jedoch 1,68 Mrd. CHF auf die im Feb-

ruar/März 08 festgestellten Unregelmäßigkeiten im Bewertungsprozess für strukturierte Produkte (siehe Publikation vom 25. März 08). Vor diesem Hintergrund musste das Segment Investmentbanking erstmals seit Ausbruch der Kreditkrise letzten Jahres einen „negativen“ Ertrag von 489 Mio. CHF gegenüber 2,74 Mrd. CHF im Q4/07 bzw. 6,58 Mrd. CHF im Q1/07 hinnehmen. Die Ertragslage des Investmentbankings wirkte sich entsprechend auf das bilanzielle Handelsergebnis aus, das im Q1/08 negative 1,78 Mrd. CHF (Vj.: +3,2 Mrd. CHF; Vq.: -0,72 Mrd. CHF) beträgt. Das Zinsergebnis konnte bei gestiegenen Kundenforderungen (+7,7% y/y) mit 2,08 Mrd. CHF im Q1/08 nahezu unverändert auf dem Vorjahresniveau gehalten werden. Auch das Provisionsergebnis als weiterer maßgeblicher Ertragsposten von CSG reduzierte sich mit 21,6% y/y bzw. 19,8% q/q deutlich auf 3,92 Mrd. CHF. Neben rückläufigen Geschäftsvolumina im Emissionsgeschäft ist diese Entwicklung auch einem Rückgang der Transaktionen im Vermögensverwaltungsgeschäft bedingt. Darüber hinaus sorgte die US-Dollar Schwäche und die negative Kapitalmarktentwicklung für eine Reduzierung der **verwalteten Vermögenswerte** auf 1.380,5 Mrd. CHF (-11,2% im Q1/08) mit negativen Provisionsauswirkungen. Insgesamt verzeichnete CSG im Q1/08 einen Nettogeldabfluss von 4,2 Mrd. CHF. Während im Private Banking (hierbei insbesondere aus der Schweiz) ein über unseren Erwartungen und den Zielvorgaben der Gesellschaft liegender Neugeldzufluss von 17,1 Mrd. CHF erzielt werden konnte, musste das institutionelle Asset Management Geschäft einen Nettogeldabfluss von 20,2 Mrd. CHF (v.a. im Equity und Fixed Income Bereich) verkraften. Die Ertragsmargen konnten sowohl im Asset- als auch im Wealth Management auf Vorjahresniveau gehalten werden.

Die **operativen Kosten** sind korrespondierend zu dem niedrigeren Ertragsniveau und damit geringeren leistungsabhängigen Vergütungszahlungen im Investmentbanking auf 5,44 Mrd. CHF (-22,7% y/y) gesunken. Angesichts eines sich dennoch ergebenden negativen, operativen Ergebnisses von 2,42 Mrd. CHF ist die sich rechnerisch ergebende Cost-Income-Ratio von 180,2% von geringer Aussagekraft. Die Zuführungen zur **Risikovorsorge** betragen im Q1/08 mit 151 Mio. CHF bereits nahezu 63% der Gesamtbelastung des GJ 07. Weder die erwartete höhere Risikovorsorge noch die im Q1/08 um 3 BP auf 0,84% gestiegene Brutto-NPL-Ratio (primär Treiber: Kundenforderungen -4,7%) zeigen u.E. allerdings eine wesentliche Verschlechterung der im europäischen Bankenvergleich nach wie vor sehr guten Kreditportfolioqualität an. Das aus den Kerngeschäftstätigkeiten erlöste **Vorsteuerergebnis** beläuft sich letztlich auf einen erstmals seit Ausbruch der U.S.-Hypothekenkrise auszuweisenden, deutlichen Verlust von 2,57 Mrd. CHF (Q1/07 EBT-Gewinn von 3,58 Mrd. CHF; Q4/07: EBT-Gewinn von 0,2 Mrd. CHF).

Aus Risikosicht positiv zu werten ist der Rückgang der **Risikoaktiva** innerhalb des Q1/08 um 7,0% auf 301,0 Mrd. CHF verbunden mit einem Rückgang des bilanziellen Geschäftsvolumen um 11,2% auf 1.207,9 Mrd. CHF. Wesentliche Treiber für den Rückgang der Risikoaktiva waren eine Reduktion der Risikoposition aus dem Leverage-Finance- und strukturierten Kreditbereich (vgl. entsprechende Tabelle unter den „Perspektiven“) und Währungsverluste des USD gegenüber dem CHF. Die Reduktion des bilanziellen **Eigenkapitals** binnen des Q1/08 um 5,6 Mrd. CHF ist primär negativen

erfolgsneutral erfassten Währungskurseffekten geschuldet. Die aufsichtsrechtlich relevante **Tier 1 Ratio** hat sich unter Basel II zum Q1/08 leicht um 20 BP auf 9,8% reduziert.

Eine Übersicht **wesentlicher Kennzahlen** der einzelnen **operativen Segmente** enthält die nachfolgende Tabelle. Hierbei zeigen sich deutlich die o.g. Auswirkungen der Kredit- und Kapitalmarktkrise auf die Segmente Investmentbanking und Asset Management. Einzig im schweizerischen Firmen- und Privatkundengeschäft konnte im Q1/08 ein stetes Ertrags- und Vorsteuerergebniswachstum aufrechterhalten werden. Die Ergebnisse im Wealth- und Asset Management spiegeln die o.g. Entwicklung der verwalteten Vermögenswerte mit folglich geringeren Provisionseinnahmen wieder. Zusätzlich wurde die Ertragslage im Asset Management durch Marktwertabschreibungen von 566 Mio. CHF auf im GJ 07 zum Kundenschutz aus Geldmarktfonds zurückerworbenen U.S.-Hypothekenwertpapieren belastet, wodurch sich der deutliche Rückgang in den operativen Segmenterträgen auf 63 Mio. CHF (Vj.: 776 Mio. CHF) erklärt.

Credit Suisse Group: Geschäftliche Entwicklung der operativen Segmente

	Op. Erträge	EBT	EBT - Marge	CIR	AuM
	in Mio. CHF	in Mio. CHF	in %	in %	in Mrd. CHF
<b>Investmentbanking</b>					
Q1/08	-489	-3.460	< 0 %	575,7%	n.a.
in Relation zum Q1/07	> -100%	> -100%	30,3%	68,8%	n.a.
in Relation zum Q4/07	> -100%	> -100%	< 0 %	123,3%	n.a.
<b>Wealth Management</b>					
Q1/08	2.313	860	37,2%	62,6%	749,4
in Relation zum Q1/07	-2,8%	-12,9%	41,5%	58,3%	-8,0%
in Relation zum Q4/07	-6,6%	-11,9%	39,4%	60,5%	-10,6%
<b>Corporate &amp; Retail Banking</b>					
Q1/08	1.042	464	44,5%	56,3%	150,2
in Relation zum Q1/07	5,6%	2,9%	45,7%	55,3%	-5,5%
in Relation zum Q4/07	4,0%	15,7%	40,0%	60,8%	-4,2%
<b>Asset Management</b>					
Q1/08	63	-468	< 0%	842,9%	600,4
in Relation zum Q1/07	-91,9%	> - 100%	< 0%	66,9%	-15,3%
in Relation zum Q4/07	-82,2%	> - 100%	33,1%	170,1%	-13,1%

Quelle: Credit Suisse Group, BayernLB Research

## Perspektiven

Mit der Vorlage der nicht nur aus **Sicht des Managements** von CSG unbefriedigenden Geschäftsentwicklung des Q1/08 hat die Gesellschaft keine Korrektur ihrer mittelfristigen Ergebnisziele (u.a. Tier 1 Ratio > 10%, 6% Net-New-Asset (NNA)-Wachstum und RoE > 20%) vorgenommen. Trotz eines zumindest kurzfristig weiterhin herausforderndem Kapitalmarktumfeld sieht sich die Gesellschaft mit der Strategie einer integrierten Investment- und Vermögensverwaltungsgesellschaft sowie der im europäischen Bankenvergleich nach wie vor als sehr gut zu beurteilenden Kapitalstärke aussichtsreich positioniert, um künftige Wachstumspotentiale zu erschließen. Eine konkrete Ergebnisziel-

vorgabe wurde vor dem Hintergrund der (Ertrags-)Unsicherheit an den Kapitalmärkten vermieden.

Die geschäftliche Entwicklung im Q1/08 lag insbesondere aufgrund der unerwartet hohen Marktwertabschreibungen im Investmentbanking und im Asset Management **unter unseren Erwartungen**. Entsprechend des von uns in der Vergangenheit aufgezeigten Chancenprofils fungierte das Private Banking als Wachstumstreiber. Zwar übertraf der Neugeldzufluss im Wealth Management von annualisiert 6,4% im Q1/08 unsere konservative Annahme von 5%, doch erforderten die negativen Währungs- und Kapitalmarktauswirkungen auf die absolute Höhe der verwalteten Vermögen eine Anpassung der Erwartungen auf das Ertrags- und Vorsteuerergebnis. Aus analogen Gründen haben wir im Asset Management trotz der zu begrüßenden Neustrukturierung mit den drei Bereichen Alternative Investment, Multi-Asset-Strategien und Globale-Investment-Strategien und des bestätigten Wachstumstrends in Alternativen-Investment-Strategien unsere Erwartungen angepasst. Nicht zuletzt ursächlich hierfür waren ebenso die deutlich geringeren Private-Equity-Erträge.

Die größte **Ertragsanpassung** mussten wir jedoch im **Investmentbanking** vornehmen. Das im Q1/08 vor allem gegenüber dem Vorquartal abermals deutlich abgeschwächten Emissions- und Underwriting Volumen (je nach Geschäftsart Rückgang des globalen Marktvolumens um 18,5%–55% q/q) haben wir entsprechend berücksichtigt. Die Entwicklung der Positionen im Leverage-Finance- und Gewerbeimmobilienbereich sind im Vergleich zur Deutschen Bank konservativer bewertet und zeigten einen starken Abverkauf. Vor diesem Hintergrund haben wir vorerst keine weiteren wesentlichen diesbezüglichen Abschreibungen unterstellt. Zudem haben insbesondere die Marktwertabschreibung auf das CDO Trading Portfolio von 2,7 Mrd. CHF angesichts eines zum Q4/07 angegebenen Nettoengagements von „nur“ 1,6 Mrd. CHF unsere Wertkorrekturmodellierungen deutlich überstiegen. Ursächlich für die erhöhte Abschreibung im Q1/08 waren gemäß Unternehmensaussage nicht in ausreichendem Maße sich gegenseitig kompensierende Sicherungsstrategien (so genanntes Basisrisiko). Vor diesem Hintergrund und gepaart mit dem Quartalsverlust von 3,46 Mrd. CHF erwarten wir nunmehr für das GJ 08 im Investmentbanking einen Verlust im niedrigen zweistelligen Mio. CHF Bereich (bisher: Gewinn von 2,3 Mrd. CHF in 08) mit entsprechenden negativen Implikationen für 09. In diesem Zusammenhang verweisen wir zudem auf die als zukünftig nicht nachhaltig einzustufenden positiven Ertragseffekte aus der Marktwertbilanzierung eigener Schuldverschreibungen in Höhe von 1,36 Mrd. CHF im Q1/08.

Auf **Gesamtkonzernenebene** haben wir unsere **Ertragserwartungen** aus den Kerngeschäftsbereichen um 22,1% für 08 bzw. 7,5% für 09 reduziert. Für 08 erwarten wir nunmehr lediglich einen Konzernnettogewinn von 3,76 Mrd. CHF bzw. 3,63 CHF je Aktie. Risiken für unser angepasstes Szenario ergeben sich im Falle eines erneuten deutlichen Wertverfalls des Leverage-Finance- oder Gewerbeimmobilienportfolios sowie einer erneuten Verschärfung der Kapitalmarktverwerfungen und sich daraus ergebenden negativen Basisrisikoeffekten. Einen Überblick der Wertpapier- und Kreditpositionen mit derzeit erhöht latenten Werthaltigkeitsrisiken zeigt die nachfolgende Tabelle:

Credit Suisse Group: Wertpapier- und Kreditpositionen mit erhöht latenten Werthaltigkeitsrisiken  
in Mrd. CHF

	Netto - Engagement		Marktwert - Abschreibungen	
	31.03.2008	31.12.2007	31.03.2008	31.12.2007
ABS CDO U.S. Subprime Wertpapiere	0,7	1,6	2,7	1,3
Hypothekengesicherte Wertpapiere (RMBS)	5,5	8,7	0,1	0,5
davon Alt-A Wertpapiere	1,1	2,8	n.a.	n.a.
davon U.S. Subprime	1,1	1,6	n.a.	n.a.
Gewerbeimmobilienfinanzierungen (CRE)	19,3	25,9	0,8*	0,6*
Leveraged-Finance Bestände	20,8	35,1	1,7*	0,8*
"Risikoportfolio - Geldmarktfonds"	2,2	3,9	0,6	0,9
davon U.S. Subprime	0,2	0,4	n.a.	n.a.

Quelle: Credit Suisse Group, BayernLB Research

\* Nettomarktwertabschreibungen (ohne Prov.)

Die Ertrags- und Rentabilitätssituation im GJ 08 wird weiterhin maßgeblich durch in ihrer Art als außergewöhnlich einzustufend Abschreibungseffekte aus einer der herausforderndsten Kapitalmarktkrisen der jüngsten Vergangenheit geprägt sein. Aufgrund dieses nicht „nachhaltigen Charakters“ der Eigenkapitalrentabilität das GJ 08 und in Anbetracht einer 10-Jahres Durchschnittsrendite oberhalb der Kapitalkosten von 9,45% wenden wir zur **Bewertung** dennoch unserer Ertragswertmodell an. Die im Investmentbanking sich jedoch mittelfristig abzeichnende Ertragsabkühlung sowie die unbefriedigende Ertragslage des Q1/08 finden sich in einer reduzierten Risikoertragsmarge und folglich einer auf 13,6% (zuvor: 14,0%) angepassten **AFC-Eigenkapitalrentabilität** wieder. Unter Berücksichtigung eines modellhaft bedingten Basisaufzinsungseffektes und einer Wachstumsrate von 1% ergibt sich ein Unternehmenswert von 73,7 Mrd. CHF. Nach Abzug eines niedrigeren Sicherheitsabschlages als bisher (infolge der ertragswirksamen Abschreibungen im Q1/08 auf die von uns erachteten Risikopositionen) ergibt sich bei einer Aktienanzahl von 1.152 Mio. Stück ein **reduzierter Wert je Aktie von 63,20 CHF** (zuvor: 67,00 CHF). In der Anpassung der Aktienanzahl findet sich die Ankündigung einer zum Zwecke des Kapitalschutzes zukünftigen restriktiveren Aktienrückkaufpolitik der Gesellschaft wieder.

Bei einer Margin of Safety von knapp 10% lautet unser **neues Rating nunmehr „Halten“** (zuvor: „Kaufen“). Die Ratingänderung ist dabei nicht nur der Tatsache des zuvor genannten reduzierten fairen Wertes sondern auch der Kursperformance der CSG-Aktie seit unserer letzten Publikation von ca. +17,5% geschuldet.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Erfolgreiche und klar fokussierte Strategie der integrierten Bank mit zunehmender Ausschöpfung von Cross Selling Potentialen.</li> <li>- Diversifizierte Ertragsbasis der einzelnen Geschäftsfelder.</li> <li>- Globale Marktpräsenz und dementsprechend breite Kundenbasis.</li> <li>- Im Vergleich zu einigen Konkurrenten starke Kapitalbasis.</li> <li>- Stabile Ertrags- und Refinanzierungsbasis im schweizerischen Retailbanking.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Hohe Ergebnisvolatilität sowie kostenintensive EDV Anforderungen im Investmentbanking.</li> <li>- In der jüngeren Vergangenheit keine kontinuierliche, stetige Gewinngenerierung.</li> <li>- Weiterhin bestehende Verbesserungspotentiale in der Kosteneffizienz im Peer-Vergleich.</li> <li>- Hohe Abhängigkeit von regulatorischen Vorgaben (z.B. negative Effekte aus der Basel II-Implementierung auf die aufsichtsrechtliche Kapitalbasis).</li> <li>- Im Februar 08 bekanntgewordene Schwächen im internen Kontrollsystem, die allerdings zukünftig über entsprechende Gegenmaßnahmen entkräftet werden sollten.</li> <li>- Künftige Ertragsbelastung aus derzeit positiven Effekten der Marktwertbewertung von Fremdkapitaltiteln.</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Angekündigte Einstellung von 1000 Kundenberatern zur Generierung höherer Erträge im Wealth Management.</li> <li>- Exzellente Aussichten im Wealth Management, vor allem in Asien und getrieben durch den Generationswandel.</li> <li>- Starke Positionierung in Emerging Markets Asien und vor allem Lateinamerika.</li> <li>- Profitieren von Kapital- und Imageschwäche einiger direkter Konkurrenten im Investmentbanking und in der Vermögensverwaltung.</li> <li>- Heben von Ertrags- und Kostensynergien aus der Forcierung des Geschäftsmodells der „integrierten Bank“.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dem Bankgeschäft originär zugrunde liegende Finanzrisiken (Marktpreis-, Zinsänderungs-, Kreditrisiken).</li> <li>- Währungs- und Konjunkturrisiken.</li> <li>- Derzeit latent erhöhte Gefahr weiterer Marktwertabschreibungen bezogen auf Wertpapierhandelspositionen mit direktem U.S. Subprime Bezug und Leverage-Finance- sowie Gewerbeimmobilienbeständen (siehe entsprechende Tabelle unter Perspektiven).</li> <li>- Operationale Risiken in der Abwicklung und im Pricing von Handelsgeschäften.</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 13.05.2008. 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:

Credit Suisse Group                      virt-x

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)

25.03.2008 Unternehmen aktuell Kaufen

## 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
43%	3%	42%	3%	5%	4%

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

Kaufen	Übergewichten	Halten	Neutral	Verkaufen	Untergewichten
47%	3%	31%	6%	3%	10%

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.

**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