

CS Gruppe: Wiederherstellung der Ertragskraft prioritär

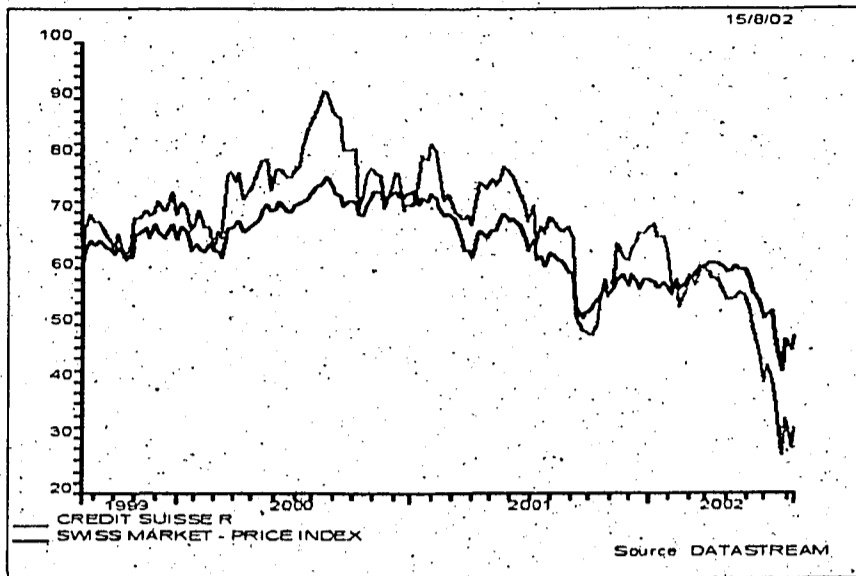
LAFV-Gastbeitrag von Mirko Sangiorgio, swissfirst

Im zweiten Quartal 2002 hat die CS Gruppe einen Reinverlust von CHF 579 Mio. ausgewiesen, was für das erste Halbjahr einen Reinverlust von CHF 285 Mio. ergab. Dies war mehr als erwartet. Es war hauptsächlich der Versicherungsbereich, der an dieser schlechten Performance den Haupteinfluss verursachte.

Hier sind auch die höchsten Prioritäten in Sachen Wiederherstellung der Ertragskraft für die kommende Zeit angesiedelt. Angesichts der Tatsache, dass wir in der kommenden Zukunft keine Verbesserung des Marktumfeldes erwarten, ist das Erholungspotential für die Namenaktie der CS Gruppe limitiert.

CS Group Namen vs SMI

Im Zentrum des Anlagegeschehens um die CS Gruppe lag in den vergangenen Wochen sicherlich die Eigenkapitalausgestaltung. Per Mitte Jahr betragen die konsolidierten eigenen Mittel CHF 36 458 Mio. Das Tier 1 capital ratio wird mit 9,2% ausgewiesen und liegt damit über den Normen (jedoch massiv unter dem Wert der UBS 11,8%). Wir meinen, eine grosse Manövriermasse besitzt die CS Gruppe heute nicht mehr. Aus dieser Sicht ist es verständlich, dass das Management der Kapitalerhaltung die oberste Priorität einräumt. Im Übrigen verkehrt heute der Titel just auf dem Buchwert.



Die Entwicklung der übrigen Bereiche ist zufrieden stellend

Das Private Banking Geschäft weist einen operativen Ertrag von CHF 486 Mio. aus, was einem Rückgang von 23% entspricht. Durch den Ausbau der Organisation stieg das Kosten/Ertragsverhältnis von 54,9% auf 59%. Positiv ist sicherlich der weitere Zugang an Neumitteln von CHF 5,6 Mia im ersten Halbjahr zu erwähnen. Im Hauptaugenmerk dürfte der Rückgang der Marge von 44,4 bp auf 41,1 bp liegen. Unter der Leitung von Oswald Grubel werden in der kommenden Zeit weitere Kostensenkungsmaßnahmen getroffen werden.

Obwohl die Credit Suisse First Bos-

ton einen markanten Rückgang zum Vorjahr des operativen Gewinns hinnehmen musste (von CHF 1251 Mio. auf CHF 630 Mio.), konnte die Cost/Income ratio in der Grössenordnung von 80% (80,9%) gehalten werden. Die zu Beginn des Jahres lancierten Kostenprogramme beginnen jedoch nur langsam zu greifen. Positiv ist sicherlich die Tatsache, dass man heute Kostensynergien von CHF 1,8 Mio. erwartet, deutlich mehr als die ursprünglichen CHF 1 Mia. Wie wir dies bereits mehrmals erwähnt haben, benötigt die CSFB ein besseres Marktumfeld um die Kosten/Ertragsrelation auf den Industriedurchschnitt von ca. 50% senken zu können. Dies kann in absehbarer

Zeit noch nicht erwartet werden. Insgesamt beurteilen wir den Zwischenabschluss der CS Gruppe als negativ. Es macht den Anschein, dass die CS Gruppe einer grossen Baustelle gleicht. Winterthur und CSFB sind wohl die grössten Aktivitätsfelder des Managements, wenn auch bei den übrigen Einheiten, ebenfalls Handlungsbedarf besteht, der jedoch geringer ist. Zudem haben die häufigen Managementwechsel der letzten Zeit für zusätzliche Instabilität gesorgt. Entsprechend stehen den wenigen positiven Elementen heute mehr negative Punkte gegenüber. Man kann es auf diesen Punkt bringen: Die CS Gruppe benötigt ein deutlich besseres Umfeld, um bessere Resultate liefern zu können. Die risikoaverse Unternehmensstrategie der UBS bspw. zahlt sich heute entsprechend besser aus. Bei gleich bleibendem Marktumfeld erwarten wir für das laufende Jahr einen konsolidierten Gewinn nach Minderheiten von CHF 1,2 Mia. (bedingt durch viele Einmaleffekte). Daher gehen wir für

das kommende Jahr von positiven Basiseffekten aus und erwarten somit einen Reingewinn nach Minderheiten von CHF 3950 Mio.

Aktienbeurteilung

Vor diesem Hintergrund haften dem Titel heute deutlich mehr Risiken (Eigenkapital, zusätzliche Impairments) an, als man es gerne hätte. Da wir für die kommende Zeit keine signifikante Erholung der Märkte erwarten, ist somit das Erholungspotential der CS Namenaktie recht limitiert. Der hohe Bewertungsdiscount der CS Aktie zur UBS (50%) ist zwar zu hoch, aber angesichts der heutigen fundamentalen Situation der CS gerechtfertigt. Eine Erholung des Titels auf den heutigen fairen Wert von CHF 40.- erwarten wir somit nicht in absehbarer Zeit.

Verfasser: Mirko Sangiorgio, Swissfirst

Die alleinige inhaltliche Verantwortung des Beitrages liegt beim Verfasser.

In Mio. CHF	2001	2002	2003
Gesamtertrag	39'154	32'600	38'050
Operative Kosten	30'284	24'700	27'100
Operativer Ertrag	5'121	4'600	7'650
Vorsteuergewinn	2'300	2'300	5'800
Gewinn vor Minderheiten	1'814	1'400	4'250
Minderheiten	-227	-200	-300
Gewinn nach Minderheiten	1'587	1'200	3'950
EPS (Swissfirst)	1.3	1.0	3.3

Netto-Inventarwerte der liechtensteinischen Anlagefonds

ACCURO	IFM Independent	LLB Fondaleitung AG	Swissfirst
<p>Accuro AM Fondsteilung AG Aeulestr. 80 9490 Vaduz Tel. +423/233 47 07 Fax +423/233 47 08 www.accuro.org info@accuro.org</p> <p>AKTIENFONDS Accuro Global Focus Fund t -18.35% EUR 81.55 Accuro Global Top 20 Fund w -30.82% EUR 75.20 GLOBE-valor Fund w 5.45% EUR 105.45</p> <p>Classic Fund Management AG Pflugstr. 20 9490 Vaduz Tel. +423/232 37 39 Fax +423/233 30 50 www.classicfund.li bwm@bwm.ch</p> <p>AKTIENFONDS Classic Global Equity Fund w -13.81% CHF 193.60 Classic Leveraged Equity Fund w -10.14% CHF 178.05</p> <p>Crystal Fund Management AG Landstr. 8 9496 Balzers Tel. +423/388 99 99 Fax +423/388 99 90 www.crystal-fund.li cfm@crystal-fund.li</p> <p>AKTIENFONDS B & P Vision Global Equity Selection w -29.69% CHF 51.44 B & P Vision OptiMix World w -11.84% EUR 99.12 BFC Masterfund North America w -24.08% USD 72.74 BFC Prime Invest w -19.90% EUR 57.01</p> <p>DACHFONDS B & P World Vision w -22.92% EUR 79.12 Epiqur Fund - Flux w -22.89% EUR 77.11</p> <p>OBLIGATIONENFONDS B & P Vision Global Bond Selection w -3.76% EUR 101.09 BFC Masterfund High Yield w -1.06% EUR 96.43</p> <p>First Liechtenstein Investment Fonds Verwaltung AG Herrengasse 12 9490 Vaduz Tel. +423/235 19 42 Fax +423/235 19 66 www.lgt.com lgtfunds@lgt.com</p> <p>AKTIENFONDS First Liechtenstein Swiss Funds t -23.76% CHF 26.80</p> <p>Fortuna Investment AG Rakonstrasse 13 9490 Vaduz Tel. +423/232 05 92 Fax +423/236 15 48 www.fortunainvest.li investments@fortuna.ch</p> <p>GEMISCHTE FONDS Fortuna Europe Balanced Fund CHF t -8.70% CHF 85.30 Fortuna Europe Balanced Fund EUR t -8.83% EUR 94.37</p> <p>OBLIGATIONENFONDS Fortuna Short Term Bond Fund CHF t 2.70% CHF 520.83</p> <p>Global Fund Services AG Stadte 17 9490 Vaduz Tel. +423/236 94 00 Fax +423/236 94 06 www.gfs.li info@gfs.li</p> <p>AKTIENFONDS FAM American Equity Fund w -28.41% USD 35.33 DUX Trading Fund w -51.45% EUR 48.55</p> <p>GEMISCHTE FONDS Alpine Global Balanced Fund v -4.08% EUR 95.90</p> <p>Hermann Finance AGmVK Austrasse 59 9490 Vaduz Tel. +423/399 33 66 Fax +423/399 33 60 www.hermannfinance.com info@hermannfinance.com</p> <p>AKTIENSEGMENT AGMVK Silicon Valley Equities t -53.11% USD 45.87</p>	<p>IFM Independent Fund Management AG Austrasse 9 9490 Vaduz Tel. +423/235 04 50 Fax +423/232 04 51 www.ifmfunds.com ifm@ifm.com</p> <p>AKTIENFONDS Aquila International Fund - Corby Swiss Equity w -27.68% CHF 754.82</p> <p>Aquila International Fund - Global Equity (CHF) w -24.06% CHF 508.74 CATAM European Equity Fund w -28.48% EUR 773.96 CATAM Swiss Equity Fund w -24.76% CHF 528.50 Odyssey Technologie Fund w -29.36% USD 706.42 Principal Equity Fund - Europe w -24.27% EUR 716.22 Principal Equity Fund - Japan Blue Chips w -13.38% JPY 4'519 Principal Equity Fund - Japan Small & Mid Caps w -13.48% JPY 4'513</p> <p>CONVERTIBLE FONDS Global Convertible Bond Fund w -5.12% EUR 911.53 Principal Asia Convertible Bond Fund w 3.45% CHF 1'339.08</p> <p>DACHFONDS Alternatrend Fund v -5.95% USD 950.32 FOF Infotech Selection w -42.57% EUR 545.15 FOF Life Science Selection w -34.18% EUR 658.18</p> <p>GEMISCHTE FONDS CATAM Global Strategies Fund v -7.81% CHF 826.85 Dynatrend Fund w -22.71% CHF 698.53 Talantion Fund - Portfolio (EUR) w -8.08% EUR 893.03 Talantion Fund - Portfolio (USD) w -8.96% USD 930.16</p> <p>OBLIGATIONENFONDS Aquila International Fund - Global Bond (CHF) w 1.19% CHF 1'039.73</p> <p>SONSTIGE FONDS CATAM Alternative Investment Fund v 2.79% USD 1'145.46 CATAM Japan Advantage w -7.47% CHF 547.71 CATAM Rising Sun w -22.83% CHF 714.38 GFA International Fund - Equity Growth (EUR) v -16.92% EUR 71.22 GFA International Fund - Opportunity (EUR) v -18.66% EUR 73.20 RHG Dynamic Fund w -1.96% CHF 98.04</p> <p>Internationale Fonds Service AG Schmedgass 6 9490 Vaduz Tel. +423/235 63 79 Fax +423/235 78 84 www.vpbank.com ifos@vpbank.com</p> <p>AKTIENFONDS Admiral Global Equity Fund w -31.24% CHF 34.76 Allied Finance Fund-Growth Tranche A w -27.77% EUR 744.02 Allied Finance Fund-Growth Tranche B w -27.77% EUR 744.02 ICSG Premium World Fund w -33.35% CHF 56.49 Oak Tree Fund v -31.54% EUR 65.20 Value Holdings Capital Partners Fund t -8.76% EUR 912.42</p> <p>GEMISCHTE FONDS The Cronos Global Fund w 1.88% EUR 101.88</p> <p>LGT Fondaleitung AG Herrengasse 12 9490 Vaduz Tel. +423/235 19 42 Fax +423/235 16 66 www.lgt.com lgtfunds@lgt.com</p> <p>GEMISCHTE FONDS LGT Strategy 3 Years (CHF) w -3.44% CHF 975.90 LGT Strategy 3 Years (EUR) w -2.83% EUR 1'031.53 LGT Strategy 4 Years (CHF) w -11.99% CHF 852.95 LGT Strategy 4 Years (EUR) w -10.20% EUR 911.29</p> <p>OBLIGATIONENFONDS LGT Strategy 1 Year (CHF) w 2.31% CHF 1'087.20 LGT Strategy 1 Year (EUR) w 4.03% EUR 1'143.89 LGT Strategy 2 Years (CHF) w 2.71% CHF 1'092.60 LGT Strategy 2 Years (EUR) w 4.89% EUR 1'177.65</p>	<p>LLB Fondaleitung AG Stadte 17 9490 Vaduz Tel. +423/236 81 40 Fax +423/236 81 46 www.llb-funds.li info@llb-funds.li</p> <p>AKTIENFONDS LLB 50 Leaders Invest t -25.51% CHF 78.65 LLB 50 Leaders Stufen Invest II t -24.16% CHF 68.95 LLB A & O Invest t -18.65% CHF 72.55 LLB Fit for Life Invest t -26.79% CHF 74.15 LLB High Tech Invest t -45.25% CHF 34.05 LLB Liechtenstein Banken Invest t -26.52% CHF 163.30 LLB Portfolio Invest Aktien Europa t -30.38% EUR 60.65 LLB Portfolio Invest Aktien Japan t -13.37% JPY 8'416 LLB Portfolio Invest Aktien Nordamerika t -28.50% USD 114.99 LLB Portfolio Invest Aktien Schweiz t -23.45% CHF 117.80 LLB Regio Bodensee Invest t -27.13% CHF 78.75</p> <p>CONVERTIBLE FONDS LLB TOPportunities Invest t -6.71% EUR -93.50</p> <p>GEMISCHTE FONDS LLB 50 Leaders Stufen Invest III t -9.29% CHF 90.85 LLB Vorsorge Invest Ertrag (CHF) t -4.45% CHF 95.05 LLB Vorsorge Invest Ertrag (EUR) t -5.75% EUR 100.06 LLB Vorsorge Invest Zuwachs (CHF) t -13.67% CHF 80.30 LLB Vorsorge Invest Zuwachs (EUR) t -15.26% EUR 87.88</p> <p>OBLIGATIONENFONDS LLB Euro Alternativ Invest w 4.15% CHF 100.15 LLB Global Bond Trend Invest w 0.66% CHF 90.60 LLB Portfolio Invest Obligations EUR t 4.86% CHF 116.05 LLB Portfolio Invest Obligations EUR t 5.23% EUR 65.40 LLB Portfolio Invest Obligations USD t 9.83% USD 138.00</p> <p>Loewenfonds AG Pradant 21 9490 Vaduz Tel. +423/235 00 90 Fax +423/235 00 91 www.loewenfonds.com info@loewenfonds.com</p> <p>AKTIENFONDS Loewen Equity Fund w -30.67% CHF 64.67 Loewen Investment Fund - Growth w -37.29% EUR 31.77 Loewen Investment Fund - New Markets w -56.65% EUR 11.57</p> <p>CONVERTIBLE FONDS Loewen Investment Fund - Convertibles w -2.24% EUR 90.27</p> <p>OBLIGATIONENFONDS Loewen Bond Fund w 0.88% CHF 101.44</p> <p>ProfitFundCom AG Herrengasse 21A 9490 Vaduz Tel. +423/235 07 77 Fax +423/235 07 78 www.profitfund.com info@profitfund.com</p> <p>AKTIENFONDS PFC Japan Asia Equity Fund w -24.07% JPY 268'597</p> <p>SONSTIGE FONDS PFC Global Macro Fund w -11.07% USD 747.98</p> <p>Serica Fondaleitung AG Pflugstrasse 16 9490 Vaduz Tel. +423/236 54 99 Fax +423/236 56 65 www.serica-value.li funds@serica.com</p> <p>AKTIENFONDS Serica-Value America Growth w -25.10% USD 65.59 Serica-Value Europe Equity Growth w -26.46% EUR 55.57 Serica-Value Far East Equity Growth w -15.68% JPY 6'333.82</p> <p>DACHFONDS Serica-Value Alternative & Equity Fund-of-Funds w -0.76% CHF 99.24</p> <p>GEMISCHTE FONDS Serica-Value Global Portfolio w -9.10% CHF 95.88 Serica-Value Income w -4.79% CHF 101.79</p>	<p>swissfirst (Lie) Anlagegesellschaft AGmVK Meierhofstrasse 5 Postfach 1617 9490 Vaduz Tel. +423/237 11 44 Hotline 0800 22 44 Fax +423/232 11 55 www.swissfirst.li swissfirst@swissfirst.li</p> <p>AKTIENSEGMENT AGMVK Swiss Core Values t -26.88% CHF 63.03 US Better Values t -19.18% USD 76.59 US Core Values t -34.59% USD 60.87</p> <p>TheFund AG Herrengasse 21A 9490 Vaduz Tel. +423/237 58 10 Fax +423/237 58 11 www.thefund.li info@thefund.li</p> <p>AKTIENFONDS TF Growth Global Equity Fund w -24.46% EUR 649.73</p> <p>GEMISCHTE FONDS Rhein Investors Global Mix t -19.99% EUR 39.99</p> <p>VP Bank Fondaleitung AG Schmedgass 6 9490 Vaduz Tel. +423/236 62 79 Fax +423/236 77 46 www.vpbank.com vp@vpbank.com</p> <p>AKTIENFONDS VP Bank Aktienfonds Top 50 Europa Tranche A t -20.72% EUR 425.50 VP Bank Aktienfonds Top 50 Europa Tranche B t -20.72% EUR 425.50 VP Bank Aktienfonds Top 50 USA Tranche A t -24.29% USD 657.54 VP Bank Aktienfonds Top 50 USA Tranche B t -24.29% USD 657.54 VP Bank Aktienfonds Top 50 Welt Tranche A t -24.78% USD 800.01 VP Bank Aktienfonds Top 50 Welt Tranche B t -24.78% USD 800.01 VP Bank Aktienfonds Euroland t -30.26% EUR 671.81 VP Bank Aktienfonds Japan t -12.22% JPY 47'136 VP Bank Aktienfonds Schweiz t -22.35% CHF 654.73 VP Bank Aktienfonds USA t -24.42% USD 603.03</p> <p>GELDMARKTEFONDS VP Bank Cash & Geldmarktfonds CHF t 1.64% CHF 1'085.31 VP Bank Cash & Geldmarktfonds EUR t 2.86% EUR 1'139.40 VP Bank Cash & Geldmarktfonds USD t 2.07% USD 1'307.99</p> <p>GEMISCHTE FONDS VP Bank Anlagezielefonds für Stiftungen (CHF) t -3.43% CHF 963.74 VP Bank Anlagezielefonds für Stiftungen (EUR) t -3.51% EUR 1'012.93</p> <p>OBLIGATIONENFONDS VP Bank Obligationenfonds CHF t 3.79% CHF 1'069.20 VP Bank Obligationenfonds EUR t 4.77% EUR 1'139.54 VP Bank Obligationenfonds USD t 10.64% USD 1'298.89</p>

1. Legende:
1.) Fondsname bzw. Segmentsname
2.) Handelbarkeit (t)=täglich (w)=wöchentlich (v)=variabel
3.) Performance seit 1. 1. 2002
4.) Referenzveränderung
5.) Nettoinventarwert +/- Kommission

LAFV Liechtensteinischer Anlagefondsverband

Herrengasse 21A • 9490 Vaduz • Tel. +423/7910791 • Fax +423/2350778 • E-Mail info@lafv.li • www.lafv.li