

Unternehmen

Die Zitrone ist ausgequetscht

SCHWEIZ Die kotierten Schweizer Retailbanken haben ein solides Geschäftsjahr hinter sich. Das zu übertreffen, wird im aktuellen Umfeld schwer werden.

VALENTIN ADE

Historische Tiefzinsphase, lethargische Anleger und ein ausgezeiter Hypothekemarkt. So hart das Umfeld für die Schweizer Retailbanken auch ist, so gut haben sie sich 2016 geschlagen. Von den siebzehn an der Schweizer Börse kotierten Instituten (die meisten davon Kantonalbanken) konnten dreizehn ihren Gewinn im Vergleich zum Vorjahr steigern (vgl. Tabelle). Doch blickt man genauer auf die Zahlen, fällt auf: Das Wachstumspotenzial scheint für die meisten ausgereizt. «2017 wird eher ein Jahr der Stagnation», sagt Michael Kunz, Analyst bei der Zürcher Kantonalbank.

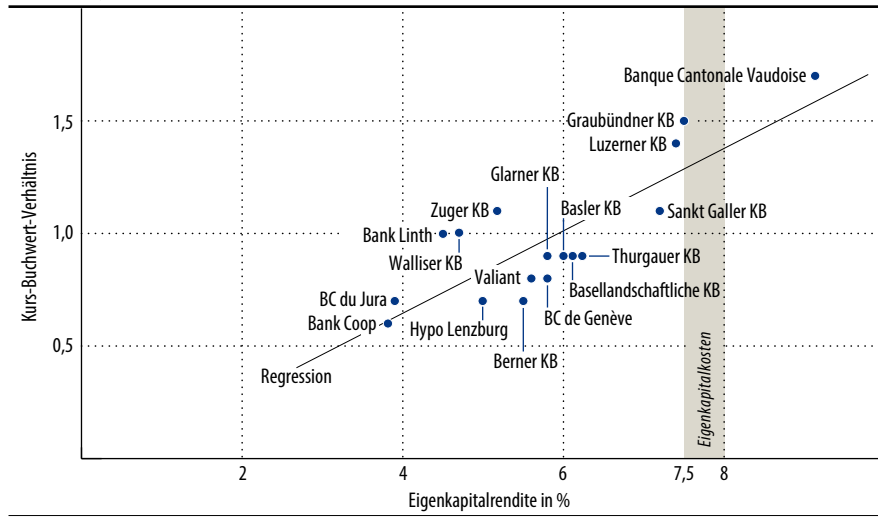
Das Problem: Eine Ausweitung des Geschäftsvolumens bringt im Umfeld rekordtiefer Zinsen nicht mehr den entsprechend höheren Ertrag. Zwar wuchsen bei fast allen Banken 2016 die Bilanzen (Durchschnitt: 3,1%), sprich, die Institute vergaben mehr Kredite und Hypotheken. Die reinen Einnahmen aus Kredit- und Hypothekenzinsen sanken hingegen bei allen (-3,6%). Und diese Entwicklung wird sich noch verschärfen. «Neuhypotheken können nur zu deutlich niedrigeren Zinsen abgeschlossen werden», erklärt Kunz.

Dem Negativzins zum Trotz

Das drückt bei den Banken auf die Zinsmargen, die seit Ausbruch der Finanzkrise rasant sinken (vgl. kleine Grafik). Der Boden scheint allerdings in Sicht. «Ich gehe davon aus, dass sich der Margenrückgang 2017 abschwächt», sagt Andreas Neeracher vom Finanzberatungsunternehmen IFBC. Denn auf der anderen Seite haben die Institute im Tiefzinsumfeld auch geringere Zinskosten.

Sie zahlen kaum mehr Zinsen auf Kundeneinlagen, müssen weniger Mittel für Wertberichtigungen und Kreditausfälle zurückstellen und verbuchen geringere Absicherungsverluste. Zudem machen sie aus den Negativzinsen auch ein Geschäft für sich selbst. Zum einen zahlen private

Bewertung kotierter Schweizer Retailbanken



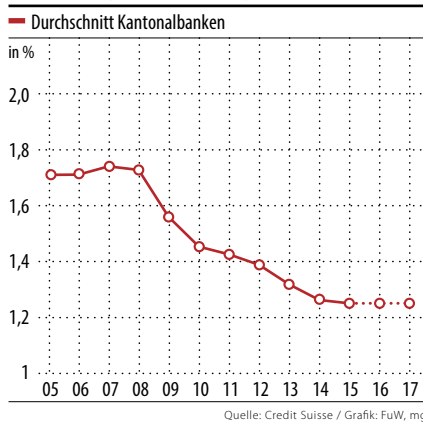
Die kotierten Schweizer Retailbanken im Vergleich

	Kurs ¹	Börsenwert		Ertrag in Mio. Fr.		Gewinn je Aktie in Fr.				Div. Rend.	
		in Mio. Fr.	2016	Veränd. in %	2015	2016	2017 ²	KBV	KGV 17	in %	in %
Waadtländer KB	686.50	585,4	967,1	-6,0	39,08	36,02	36,00	1,7	19	4,8	
St. Galler KB	415.00	2300,3	448,5	-5,0	23,97	26,25	27,00	1,1	16	3,8	
Luzerner KB	423.25	3574	446,9	+4,2	21,29	22,02	22,50	1,4	19	2,7	
Berner KB	184.20	1703	432,2	-2,3	14,09	13,88	13,50	0,7	14	3,4	
Valiant	105.90	1658,2	378,5	-0,9	7,24	7,44	7,70	0,8	14	3,7	
Basler KB	72.65	2901,1	370,2	-1,9	3,86	3,94	4,00	0,9	18	4,6	
Basellandsch. KB	905.50	1951	368,3	-1,0	60,11	61,57	60,00	0,9	15	3,9	
Graubündner KB	1438.00	3586,1	355,5	-3,7	75,52	66,57	68,00	1,5	21	2,6	
Genfer KB	154.70	1100,1	349,4	+0,6	10,86	10,97	10,97	0,8	14	1,9	
Thurgauer KB	92.80	1864	323	+3,3	7,37	6,30	6,30	0,9	15	3,1	
Bank Coop	45.40	773,7	245,4	+0,8	2,64	2,71	2,70	0,6	12	4,2	
Walliser KB	83.50	1314,3	228,8	+2,8	3,60	3,64	3,60	1,0	25	3,6	
Zuger KB	51.60	1490,4	212,1	12,8	182,17	214,29	215,00	1,1	24	3,5	
Bank Linth	536.50	430,6	87	-0,3	25,40	24,91	25,00	0,9	21	1,5	
Hypo Lenzburg	452.00	323,9	73,8	+5,0	259,00	300,00	300	0,7	15	2,4	
Glarner KB	23.40	270,3	65,6	+7,8	1,74	1,53	1,58	0,9	16	3,1	
Jurassische KB	55.55	166,5	43,5	1,7	2,88	2,95	3,00	0,7	19	3,2	
Durchschnitt				0,5				1,0	17	3,3	

und institutionelle Kunden auf hohe Cashpositionen bei ihrer Bank heute schon oft Negativzinsen. Zum andern parken die Banken seit Jahren vermehrt überschüssige Liquidität untereinander und verrechnen sich dafür Negativzinsen. Durch all diese Effekte stieg unterm Strich 2016 mit Ausnahme zweier Institute bei allen der Nettozinseszins.

Hingegen bröckeln bei der Mehrheit die Einnahmen des zweiten Ertragspfeilers, der Vermögensverwaltung. Zwar konnten die meisten Institute mehr Kundenvermögen anziehen (Durchschnitt: +2,5%) und verwalten nun zusammen rund 350 Mrd. Fr. Der Ertrag, den sie auf diesen Vermögen für sich generieren, ist allerdings bei fast allen geschrumpft (Durchschnitt: -3,6%). Die Kunden halten sich im aktuellen Umfeld mit Anlageentscheidungen zurück, die Servicegebühren für die Banken schwinden. Die gute Nachricht: «Es ist schwer vorstellbar, dass die Kunden noch passiver werden können», sagt Kunz. Der Kommissionsertrag scheint die Talsohle zu durchschreiten.

Entwicklung Nettozinsmarge



In diesem anspruchsvollen Umfeld haben es 2016 nur neun von siebzehn Banken geschafft, den Gesamtertrag zu steigern. Bei den meisten (elf von siebzehn) stiegen zudem die Kosten – auch wegen Investitionen. «Alle haben die Digitalisierung als strategischen Pfeiler definiert», sagt Neeracher. Nach einer aktuellen Umfrage des Headhunters Russell Reynolds erwarten Führungskräfte in der Finanzbranche 2017 den grössten Digitalisierungsschub.

Trotz Investitionen haben die meisten kotierten Retailbanken immer noch ein

exzellentes Verhältnis von Kosten zu Ertrag. Im Durchschnitt kommen sie auf 55%. «Die Institute sind kostenbewusst unterwegs», sagt Kunz. «Der Optimierungsspielraum ist überschaubar.»

Stabile Dividendenzahler

Den Gewinn konnten trotz Ertragsdruck alle Institute bis auf vier steigern. Sie nutzten dabei ihren buchhalterischen Spielraum, wiesen weniger Mittel den Reserven zu oder lösten gar Reserven auf, um die Gewinnentwicklung zu glätten. Nur bei zwei Kantonalbanken ging 2016 der Gewinn deutlich zurück: beim Staatsinstitut aus Waadt 8% und bei dem aus Glarus 12,4%. Beide geben unter anderem das Ausbleiben der Sondereinnahmen aus dem Swisscanto-Verkauf 2015 als Grund an.

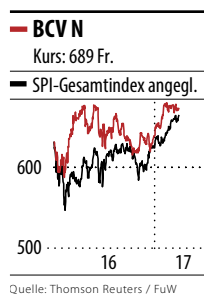
Doch selbst auf die zwei schwächelnden Staatsinstitute konnten sich die Anleger verlassen. Alle kotierten Retailbanken halten für 2016 die Dividende mindestens stabil. Die Dividendenrendite der Gruppe liegt im Durchschnitt des SPI bei 3,2%. 2016 performten nur vier Aktien negativ, im Durchschnitt machten sie 10% gut,

während der breite Markt das Jahr leicht negativ abschloss. Zudem weisen viele von ihnen ein geringes Beta auf, sind also weniger den Schwankungen des Marktes ausgesetzt, was die Retailfinanztitel zu einem guten Anleiherersatz macht. Die meisten der Institute sind darüber hinaus sehr gut kapitalisiert (vgl. «Die Ausreisser») und scheinen im Vergleich mehr oder weniger fair bewertet zu sein.

Doch ein Problem stellt sich den Anlegern: Nur eine Bank, das Staatsinstitut aus Waadt, hat 2016 wirklich Aktionärswert geschaffen, indem sie eine starke Eigenkapitalrendite erwirtschaftete (vgl. grosse Grafik). Die anderen hatten Mühe, nur schon ihre Eigenkapitalkosten zu verdienen. Der Renditeschnitt liegt bei knapp 6% – ungenügend, wenn man die Eigenkapitalkosten bei 7,5 bis 8% verortet, wie das die Analysten der Credit Suisse tun.

Wie eine Studie des IFBC aus dem vergangenen Jahr zeigt, schaffen es die wenigsten Schweizer Retailbanken seit der Finanzkrise, überhaupt Aktionärswert zu schaffen. Das wird sich angesichts des schwierigen Umfelds in kurzer Frist wohl auch nicht ändern.

Sicherer Wert BCV

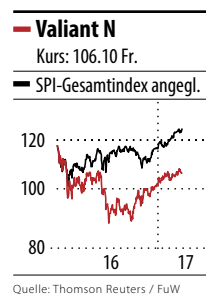


Die Musterschülerin schwächt. Die Banque Cantonale Vaudoise (BCV), grösstes kotiertes Staatsinstitut und zweitgrösste Kantonalbank überhaupt, musste 2016 als eine der wenigen einen Gewinnrückgang hinnehmen. Rekordtiefe Zinsen liessen den Zinsertrag schrumpfen, die Lethargie der Anleger den Kommissionsertrag.

Gerade die Vermögensverwaltung ist aber das Differenzierungsmerkmal von BCV unter den kotierten Kantonalbanken. Mit 85 Mrd. Fr. verwalteten Vermögen ist sie nur zu 52% vom Zinsgeschäft abhängig – ein Spitzenwert. In Relation zur Bilanz macht BCV so von allen den höchsten Gesamtertrag. Ihre Zinsmarge dürfte sie auf dem aktuellen Niveau verteidigen, beim Kommissionsertrag dürfte ein Boden erreicht sein. Allerdings ist das Aufwärtspotenzial von BCV angesichts des schwierigen Umfelds beschränkt. **Die heute schon beachtliche Ausschüttungsquote lässt kaum mehr eine höhere Dividende zu.**

Dennoch: Eine der höchsten Dividendenrenditen (rund 5%; teilweise steuerfrei) im Schweizer Markt und gute Performance in der Vergangenheit machen die Titel zu einem idealen Bondersatz. Das rechtfertigt auch weiterhin eine Bewertungsprämie in der Vergleichsgruppe (vgl. grosse Grafik).

Wette auf Valiant

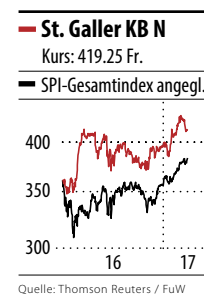


Zum wiederholten Mal ist Valiant in einem Ranking zur besten regionalen Vermögensverwalterin gekürt worden. **Die Servicequalität einmal dahin gestellt, Valiant ist immer noch zu rund 80% vom Zinsgeschäft abhängig und damit eine klassische Retailbank.**

2016 ist es ihr allerdings gelungen, ihre Zinsmarge in einem harten Umfeld zu verteidigen, während sie die Kosten trotz strategischer Investitionen im Griff behielt. Valiant fährt eine Expansionsstrategie mit digitalem Banking auf der einen und kostengünstigen schalterlosen Filialen auf der andern Seite. Mit diesen Wachstumsambitionen ist sie in der Vergleichsgruppe beinahe einzig. **Das macht die Aktie mit Blick über den Horizont hinaus interessant.**

Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (2017) von 14 und einem Kurs-Buch-Verhältnis von 0,8 ist sie in der Vergleichsgruppe günstig bewertet, und die Dividendenrendite liegt mit 3,5% über dem Durchschnitt. Valiant weist andererseits eine verbesserungswürdige Eigenkapitalrentabilität und Kostenstruktur auf. In naher Zukunft kann nicht von grossen Ertrags- und Gewinnspürungen ausgegangen werden. Investoren in Valiant brauchen daher einen langen Atem.

SGKB im Aufwind

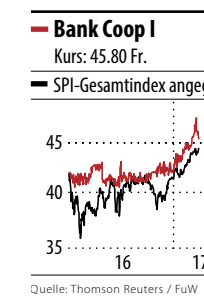


Neben der BCV gehört die St. Galler Kantonalbank (SGKB) zu den grössten Vermögensverwalterinnen unter den Kantonalbanken. **So schafft SGKB beispielsweise mit einer kleineren Bilanz einen höheren Gesamtertrag als das grössere Staatsinstitut aus Luzern.** Mit über 38 Mrd. Fr. per Ende 2016 verwaltete sie ein Drittel mehr Vermögen als die LUKB.

In der Vergangenheit kamen die Titel der SGKB deswegen aber auch unter die Räder, da das Institut im Steuerstreit mit den USA und Deutschland, wo SGKB eine Niederlassung unterhält, Federn lassen musste. Da Letzteres bereinigt ist und sich die Erträge in der Vermögensverwaltung in Zukunft erholen dürften, ist der Bewertungsabschlag der SGKB-Aktie nicht mehr gerechtfertigt, auch wenn die Titel wie viele in der Vergleichsgruppe nicht gerade zu den liquidesten im Schweizer Markt zählen. **Es steckt Potenzial in den Valoren, zumal das Ergebnis 2016 überragend gut ausgefallen ist.**

Doch auch für die SGKB gilt im aktuellen Umfeld: Die Bäume wachsen nicht in den Himmel. Die Vermögensverwaltung kann Neugeld anziehen und Erträge steigern, im Hauptertragspfeiler Zinsgeschäft beschränkt sich SGKB auf ihre Region.

Kann Cler liefern?



Aus Bank Coop wird Bank Cler. Nachdem die Basler Kantonalbank (BKB) dem Detaillisten seinen 10%-Anteil abgekauft hat und nun drei Viertel am Institut besitzt, wird dieses zum 20. Mai umbenannt. Doch nicht nur Schriftzüge über Filialen sollen sich ändern. Wie Bank-Coop-CEO Hanspeter Ackermann im Gespräch sagte, werde Ende Mai auch mehr über die neue Expansionsstrategie der Bank Cler bekannt gegeben.

Vor allem in der Romandie will das national ausgerichtete Institut wachsen. Dafür soll bis 2018 «heftig» investiert werden, was sich 2019 im Gewinn spiegeln soll. Es könnte sich lohnen, das kleine Institut mit neuem rätomanischem Namen im Auge zu behalten.

Die Aktien sind mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (2017) von 12 und einem Kurs-Buch-Verhältnis von 0,6 die am günstigsten bewerteten Titel der Vergleichsgruppe. Und das bei einer der besten Dividendenrenditen von 4,2%. Allerdings weist das Institut auch eine ungenügende Eigenkapitalrendite auf und hat das zweitschlechteste Verhältnis von Kosten zu Ertrag. Zudem ist noch nicht ausgemacht, ob der Hauptertraggeber BKB die verbleibenden 25% Free Flow nicht doch irgendwann vom Markt nehmen wird.

Die Ausreisser

Die am besten Kapitalisierten: Allgemein sind die Schweizer Retailbanken gut kapitalisiert. Schreibt die Finanzmarktaufsicht je nach Bankengrösse anrechenbare Eigenmittel bis zu 12% im Verhältnis zur risikogewichteten Bilanz vor, kommen die siebzehn kotierten Institute auf eine Quote an hartem Kernkapital (CET1) von rund 17%. Mit über 19% stechen dabei die Kantonalbanken aus Baselland (BLKB, 19,9%), Bern (BEKB, 19,8%) und Basel (BKB, 19,4%) hervor.

Die am schlechtesten Kapitalisierten: Mit einer CET1-Quote unter 14% sind die die Kantonalbanken aus Glarus (GLKB, 11,1%) und Genf (BCGE, 13,2%) die im Vergleich kapital schwächsten Institute.

Die Kosteneffizientesten: Auch wenn es um das Verhältnis von Kosten zu Ertrag geht, sind die kotierten Schweizer Retailbanken mit einem Durchschnitt von 55% recht effizient unterwegs. Obenaus mit einem Verhältnis unter 50% schwingen dabei die BLKB mit 44% und die Staatsinstitute aus Wallis (WKB, 46,9%), Zug (ZGKB, 46,9%) und Luzern (LUKB, 48,3%).

Die Kostenlastigsten: Mit einem Verhältnis von Kosten zu Ertrag von über 60% bilden in der Vergleichsgruppe die Bank Linth (69%), BCGE (63,4%), GLKB (61,9%) und die Kantonalbank aus dem Jura (BCJU, 60,5%) die Schlusslichter.