

Was steckt hinter den Empfehlungen des Researchs der Zürcher Kantonalbank?

150 JAHRE



Omar Brem, Leiter Research Zürcher Kantonalbank

Oktober 2020



Glaubwürdigkeit, Integrität und Fachkompetenz sind das Kapital von uns Finanzanalysten. Unabhängigkeit ist die Voraussetzung für eine objektive Finanzanalyse im Dienste der Kunden. Um für Sie, unsere Kunden, überprüfbar und somit auch glaubwürdig zu sein, ist aber auch Transparenz bezüglich unserer Performance unabdingbar.

Dieser Zielsetzung ist die vorliegende Broschüre gewidmet. Sie soll kurz und bündig die Philosophie des Researchs der Zürcher Kantonalbank bei Empfehlungen darlegen; damit erfüllen wir auch die Vorgaben der SBVg-Richtlinie vom 1. Juli 2003 (revidiert per 1. Juli 2008) zur Unabhängigkeit der Analysten.

Omar Brem
Leiter Research Zürcher Kantonalbank



Teil I

Allgemeine Erläuterungen

150 JAHRE



Kaufen, verkaufen oder was?

- Strong Buy
- Halten
- Untergewichten
- Bei Schwäche akkumulieren
- Verkaufen
- Trading Buy
- ...
- ...



Research

Unabhängigkeit und Integrität

- Das ZKB Research agiert unabhängig und stellt Kundenbedürfnisse in den Vordergrund. Dies wird durch den Researchprozess, die involvierten Personen und die organisatorische Struktur gewährleistet
- Unabhängig von Kapitalmarktinteressen
- Analysten werden nicht kommissionsabhängig entlohnt
- Keine Eigengeschäfte (Aktien, Bonds, Derivate etc.) bei den durch den jeweils zuständigen Analysten abgedeckten Unternehmen. Eigengeschäfte bei Schweizer Unternehmen generell nur bei Titel des SLI (Swiss Leader Index) möglich
- Bond-Ratings aufgrund der Präsenz am Kapitalmarkt (kein Mandat wie bei S&P etc.)
- Kontinuierliche Performancemessung* der Aktienempfehlungen (Teil des Qualifikationssystems der einzelnen Analysten)

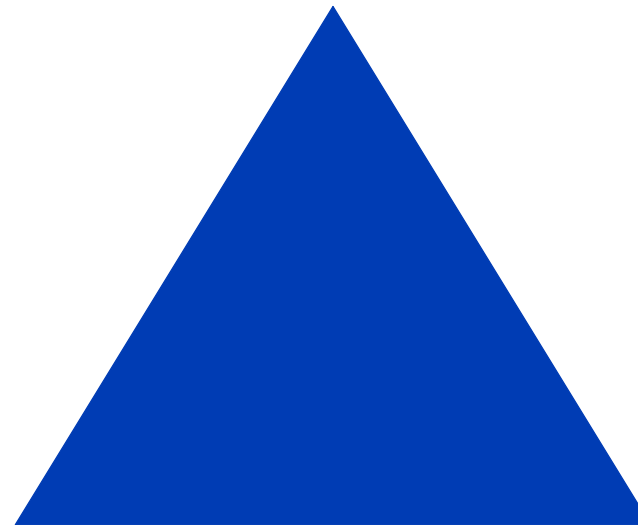
Worauf basieren die Empfehlungen?

Unabhängigkeit

- Funktionale, hierarchische und entlohnungsmässige Unabhängigkeit des Research von anderen Abteilungen (gemäss SBVg-Richtlinien)

Fundamentales Research

- Detaillierte Kenntnisse der abgedeckten Unternehmen/Branchen
- Differenzierte Bewertungsmethoden
- «Anerkannte» Rating-Modelle
- Permanente Marktbeobachtung



Zusammenarbeit/Synergien

- Enge Zusammenarbeit zwischen Aktien- und Bondanalysten
- Zugriff auf Inhouse-Know-how im Bereich Makro und Anlagestrategie

Teil II

Aktienempfehlungen

150 JAHRE



Titel A oder B?

Am Anfang steht die Anlagestrategie

Anlagestrategie

- Der Investor muss eine Anlagestrategie definieren
- Die Anlagestrategie basiert auf dem Kundenbedürfnis (z.B. Zeithorizont, Vermögensgrösse, Risikofähigkeit) und legt die Asset-Allocation fest
 - Asset-Allocation: Aufteilung des Vermögens in die wichtigsten Anlageklassen wie Aktien, Obligationen, liquide Mittel oder auch alternative Anlagen (z.B. Immobilien, Hedge-Fonds)
 - Ob man als Anleger zum Beispiel Aktien haben und wie hoch die Aktienquote sein soll, ist eine Frage der Anlagestrategie
- Titelempfehlungen sind vom Anleger nicht isoliert zu beurteilen, sondern im Rahmen der gewählten Strategie
- Die Titelselektion dient zur «Veredelung» der strategischen bzw. taktischen Aktienquote

Wie kommen die Empfehlungen zu Stande?

Qualitative Entscheidungsfaktoren



Wie kommen die Empfehlungen zu Stande?

Quantitative Bewertungsmodelle

Gewinnmodell

- Volkswirtschaftliche Szenarien (z.B. BIP, Inflation, Wechselkursannahmen) basierend auf den Analysen der Makrospezialisten der Zürcher Kantonalbank
- Branchenspezifische Entwicklungen: Angebot, Nachfrage, Wettbewerbsumfeld, Lieferanten, Gesetzgebung/Politik, neue Technologien etc.
- Alle relevanten Grössen der Ertragsrechnung, der Bilanz und der Mittelflussrechnung werden über einen Zeithorizont von mindestens 5 Jahren geschätzt
- Diese Zahlen dienen dann als Input für die Bewertungsmodelle (s.u.)

Komplexere/absolute Bewertungsmodelle

- DCF-Modell: Unternehmenswert = Summe der abgezinste(n) freien Cashflows
- DDM-Modell: Unternehmenswert = Summe der abgezinste(n) Dividenden
- SotP: Unternehmenswert = Summe der Einzelteile eines Unternehmens

Einfache/relative Bewertungs- und Vergleichskenngrössen

- Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), Kurs-Cashflow-Verhältnis
- Kurs-Buchwert-Verhältnis (P/B-Ratio)
- PEG-Ratio (Price-to-Earnings Growth Ratio)
- EV/EBITDA-Verhältnis (Unternehmenswert im Verhältnis zum Gewinn vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen)

Relative Bewertungsmethoden

Statische «Multiples»

Simple multiples

- KGV, P/CF, P/BV, u.a.
- EV/EBITDA
- EV/Umsatz

Growth multiples

- PEG (KGV/GpAg5Y), PCFg

Vergleich dieser Kennzahlen mit der sog. Peer-Group,
im historischen Kontext oder zum Gesamtmarkt

Absolute Bewertungsmethoden

Dynamische
(TVM)

DCF →

Unternehmenswert =
Summe der abgezinste FCF

DDM →

Unternehmenswert =
Summe der abgezinste Dividenden

Absoluter Wert entspricht abdiskontierten Zahlungsströmen

SotP →

Unternehmenswert = Summe
der Einzelteile (SotP Sum of the Parts)

Research der Zürcher Kantonalbank

Relative Empfehlungen als Standard

- Wir Analysten bei der Zürcher Kantonalbank sind der Meinung, gegenüber einem passiven Ansatz einen Mehrwert generieren zu können. Die Resultate der vergangenen Jahre bestätigen dies

Unser Ansatz: Relative Empfehlungen gegenüber einer Benchmark (in der Schweiz: SPI). Bei der erwarteten Relativperformance handelt es sich um die in den nächsten 12 Monaten erwartete Gesamtrendite (Total Return), welche sich zusammensetzt aus der Kursperformance der Aktie (Kursgewinn oder -verlust) zuzüglich der Ausschüttungen (z.B. Dividenden).

- **Marktgewichten:** Titel sollte über die nächsten zwölf Monate in etwa wie der Markt / die Benchmark performen
- **Untergewichten:** Titel sollte über die nächsten zwölf Monate schlechter als der Markt / die Benchmark performen
- **Übergewichten:** Titel sollte über die nächsten zwölf Monate besser als der Markt / die Benchmark performen

Research der Zürcher Kantonalbank

Relative Empfehlungen als Standard

Wie viel Über- oder Unterperformance?

- Wie viel Über- oder Unterperformance wir von einem entsprechend eingestuften Titel erwarten, kann nicht einheitlich quantifiziert werden, da dies von der Risikostufe des Titels abhängt
- Je riskanter eine Aktie, desto mehr Überperformance muss sie liefern (und umgekehrt)
 - Im Durchschnitt: +/- 5% erwartete Über- oder Unterperformance entspricht einer «Marktgewichten»-Einstufung

Eine Vielzahl von Faktoren kann Einfluss auf den Kursverlauf haben und dazu führen, dass die effektive Entwicklung von der ursprünglichen Prognose abweicht.

- Wechselkursschwankungen, Veränderungen im Management, konjunkturelle Einflüsse, regulatorische Änderungen, Konkurrenzsituation, technische Probleme mit Produkten, Nachfrageveränderungen, Problem mit Inputstoffen/Rohstoffen, Betriebszwischenfälle, M&A etc.
- Diese Aufzählung ist nicht abschliessend

Entsprechend kann die Einstufung und das relative Kurspotenzial jederzeit aufgrund neuer verfügbarer Informationen ändern

Welche Empfehlungslisten führt das Research der Zürcher Kantonalbank?

Systematische Verdichtung von Know-how

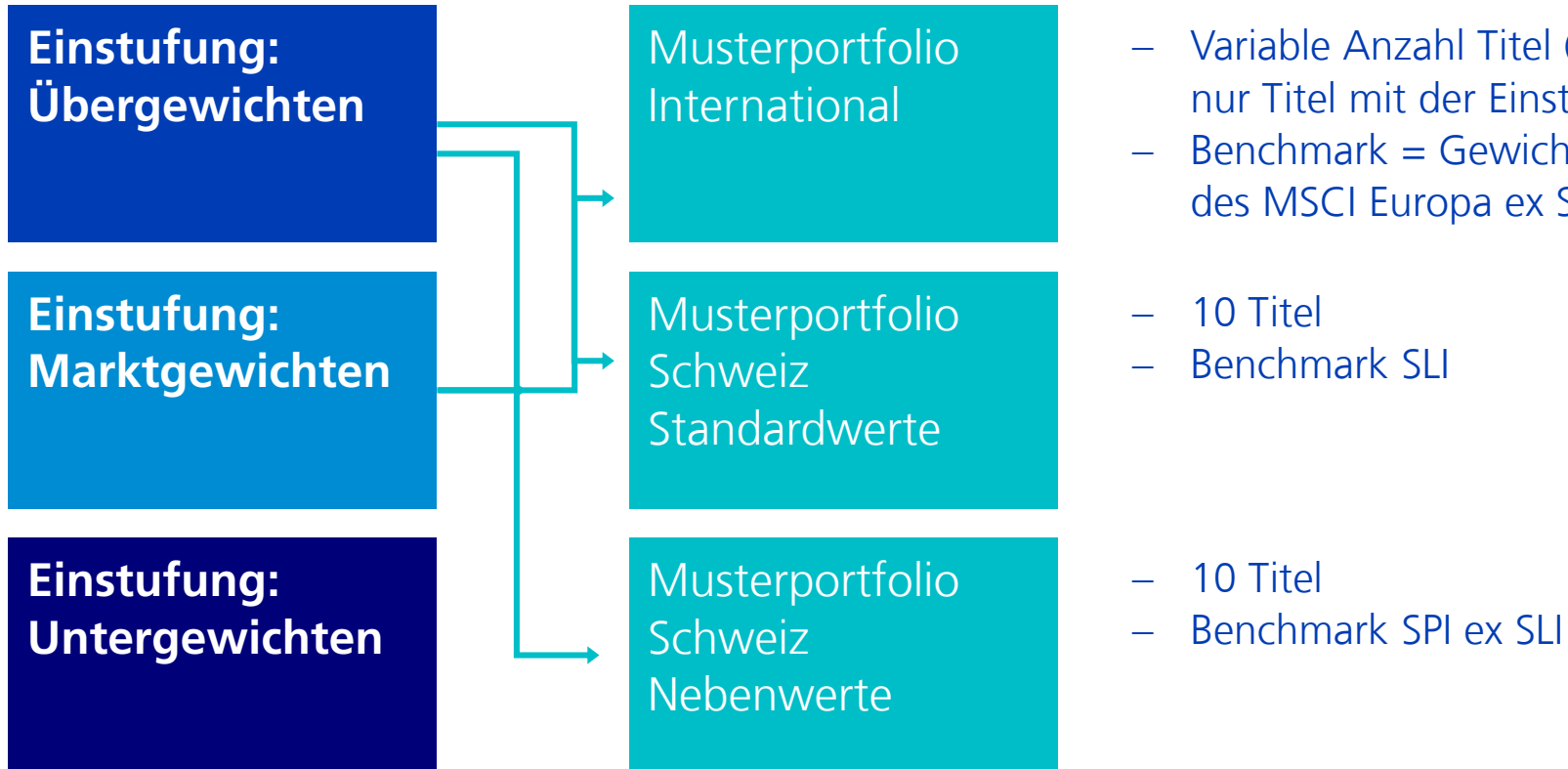
Schweiz: ca. 130 Large, Small- und Midcaps

International: Lage-Caps resp. i.d.R. Branchenführer

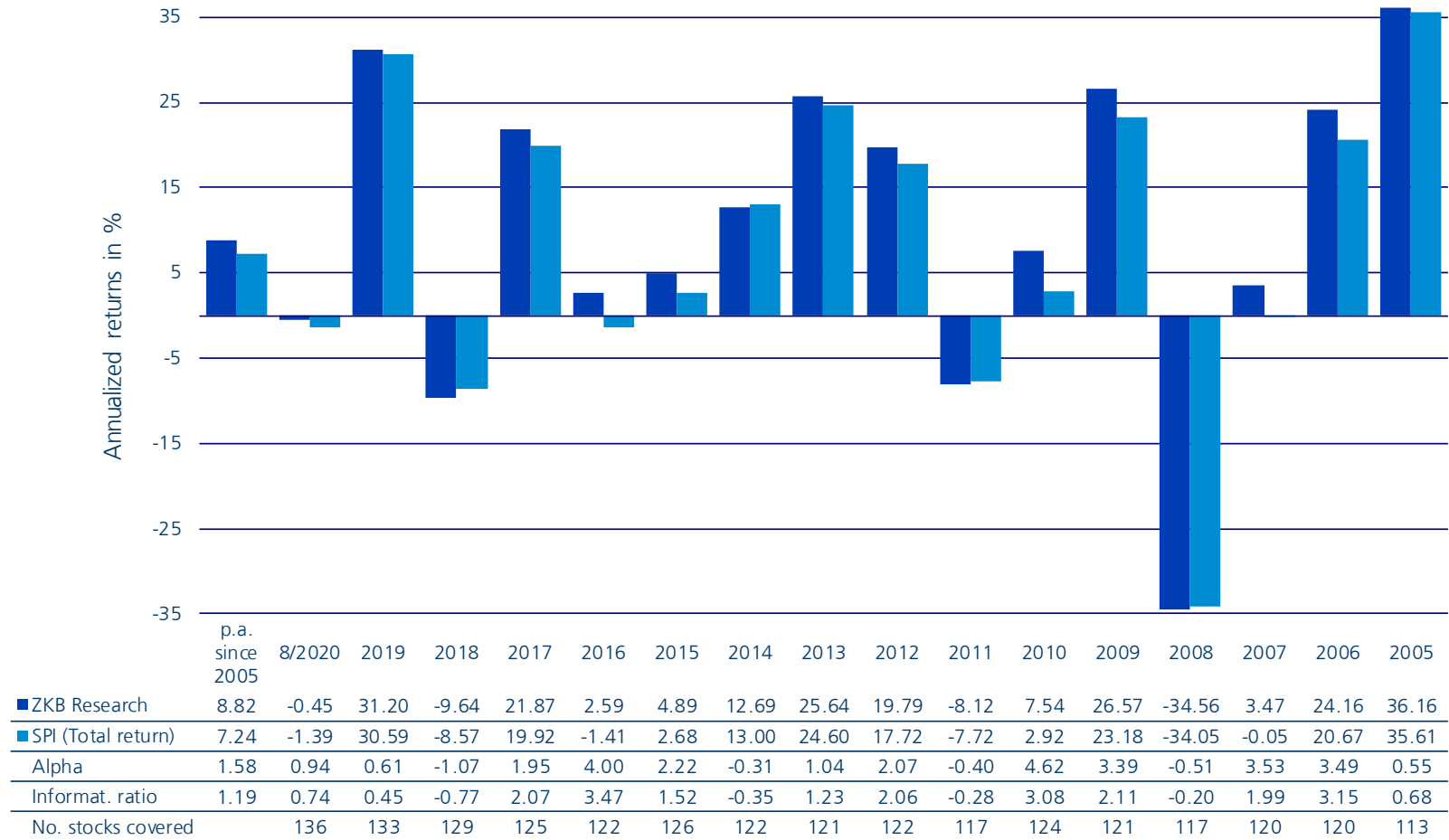


Von den Einstufungen zu den Musterportfolios

Musterportfolios – eine zusätzliche Empfehlungsliste mit limitierter Titelzahl



Aktienempfehlungen mit Mehrwert



Quelle: Zürcher Kantonalbank / ISFA methodology

Researchuniversum im Fokus

Grundsätze der Abdeckung



Teil III

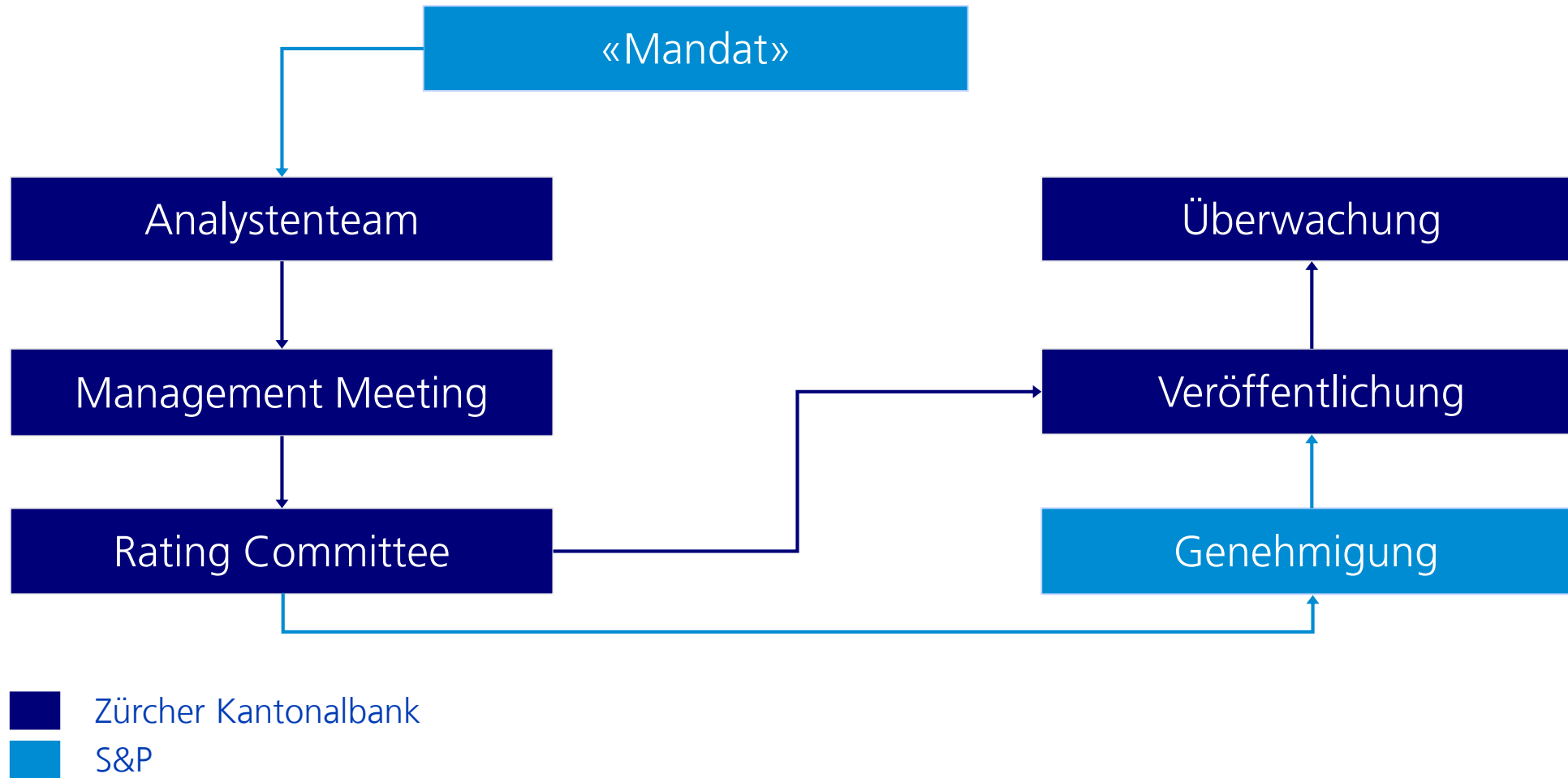
Ratings bei Obligationen

150 JAHRE



Bondresearch

Ratingprozess der Zürcher Kantonalbank



Quelle: Eigene Darstellung

Bondresearch

Ratingprozess Kriterien

Unterschiedliche Ratingmodelle

Privatrechtliche Unternehmen = privatrechtliche Schuldner

Kriterien:

1. Geschäftsrisiko (qualitative Faktoren)
2. Finanzrisiko (quantitative Faktoren)

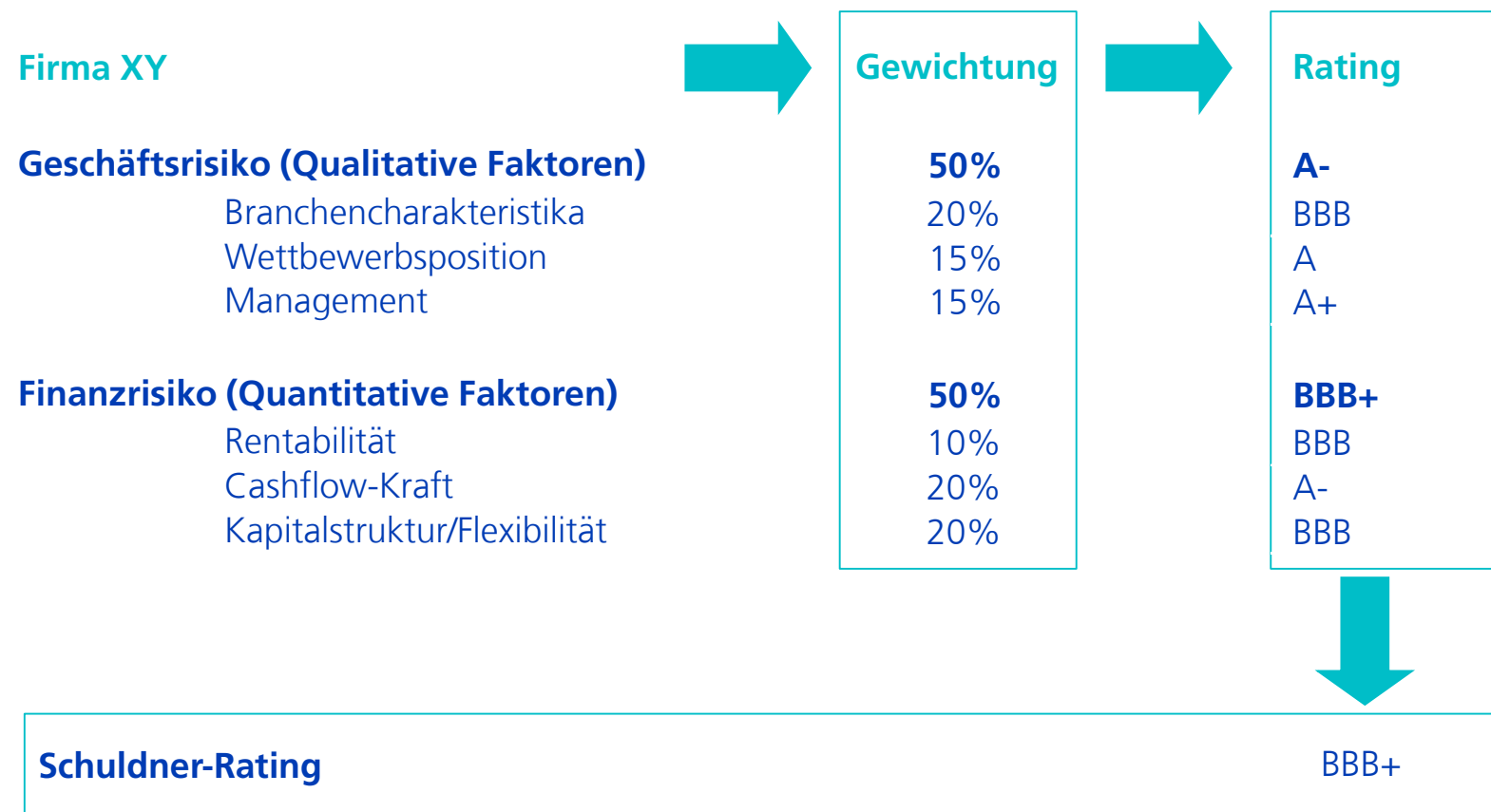
Gebietskörperschaften = öffentlich - rechtliche Schuldner

Kriterien:

1. Wirtschaftliche Stärke
2. Aktuelle Rechnung
3. Altlasten

Ratingprozess: Privatrechtliche Schuldner Industriebetrieb (fiktives Beispiel)

Subratings und ihre Gewichtung



Ratingprozess: Industriebetrieb (fiktiv)

Bewertung der Geschäftsrisiken

Branchencharakteristika	Gewichtung 20%	Erfüllungsgrad 62%	Rating BBB
Konkurrenzsituation	4.0%	50%	BB+
Konjunkturrestistenz	4.0%	50%	BB+
Wachstumschancen	4.0%	65%	BBB
Technologieanfälligkeit	4.0%	65%	BBB
Staatliche Regulierung	4.0%	80%	A
Wettbewerbsposition	15%	77%	A
Marktanteil	3.8%	85%	A+
Technologie	3.8%	85%	A+
Diversifizierung - geografisch	3.8%	70%	BBB+
Diversifizierung - produktemässig	3.8%	69%	BBB+
Management	15%	83%	A+
Unternehmensstrategie	3%	86%	AA-
Industrienerfahrung	3%	86%	AA-
Glaubwürdigkeit	3%	80%	A
Konstanz	3%	80%	A
Risikobereitschaft	3%	85%	A+
Total Geschäftsrisiko	50%	73%	A-

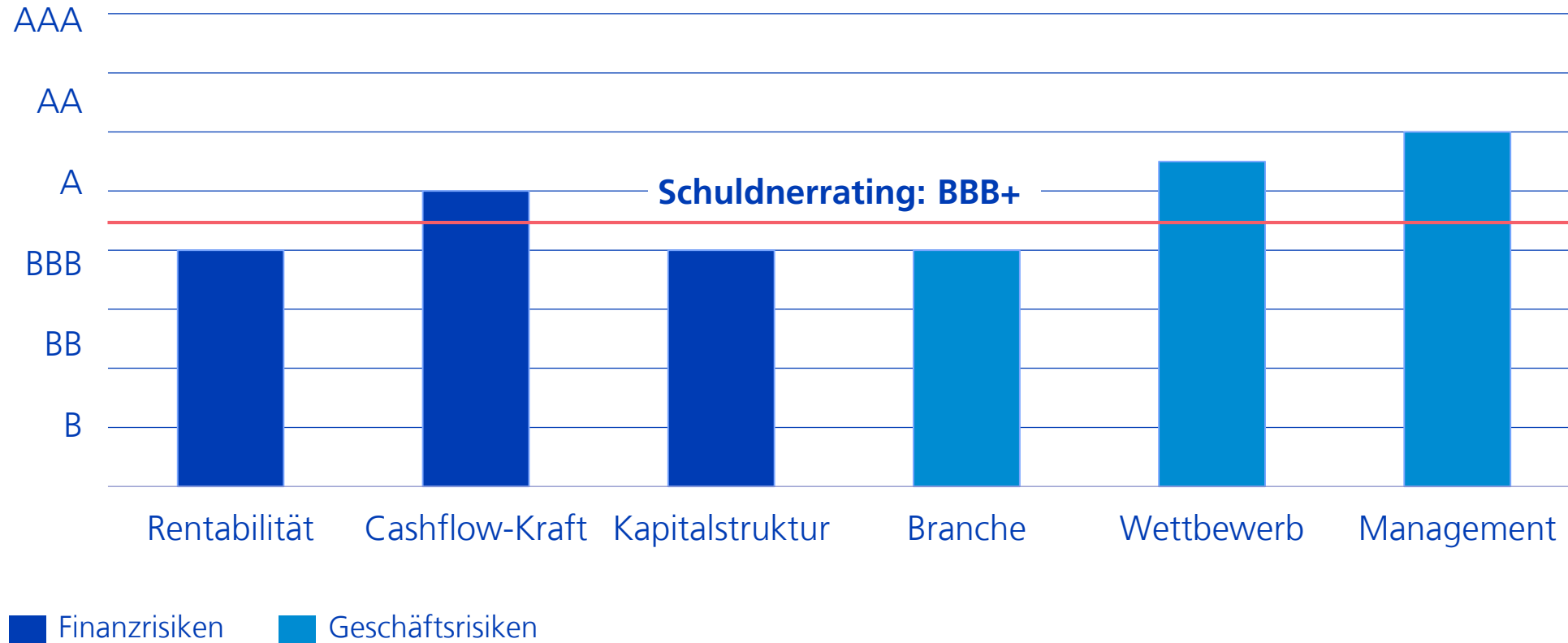
Ratingprozess: Industriebetrieb (fiktiv)

Bewertung der Finanzrisiken

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gewichtung 10%	Erfüllungsgrad 60%	Rating BBB
Rentabilität																
EBIT-Marge (in %)	4.1	2.3	-2.9	5.3	6.8	8.1	7.2	3.0	-6.9	5.2	6.6	6.1	6.4	3.0%	60%	BBB
EBITDA-Marge (in %)	9.3	8.0	8.7	10.7	10.9	11.7	10.8	8.7	3.6	9.5	10.4	9.7	10.2	3.0%	60%	BBB
ROA (EBIT/GK, in %)	4.4	2.6	-3.2	5.9	8.2	10.2	9.6	4.1	-7.0	6.3	8.0	7.6	7.6	2.0%	60%	BBB
ROE (Reingewinn/EK, in %)	6.2	-1.8	-14.8	9.6	13.9	17.3	15.5	3.8	-19.2	9.6	13.7	9.9	11.5	2.0%	60%	BBB
														20%	66%	BBB+
Cashflow-Kraft																
Operativer Cashflow (in Mio)	489	383	413	584	75	444	516	197	242	243	250	229	374	10%	66%	BBB+
Free Cashflow (in Mio)	-7	306	272	432	-100	298	185	-197	94	150	103	19	224	10%	66%	BBB+
														20%	69%	BBB+
Kapitalstruktur/Flexibilität																
Current Ratio (in %)	165	150	169	158	192	198	186	177	145	188	182	189	208	4%	66%	BBB+
EK-Quote (in %)	29	34	31	32	39	45	45	43	40	40	42	44	43	4%	71%	A-
Gearing	1.1	1.0	1.0	0.7	0.5	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	4%	71%	A-
Net Debt/EBITDA	3.2	3.9	3.4	1.9	1.5	0.7	1.0	1.4	4.5	1.0	0.8	0.9	0.6	4%	66%	BBB+
Zinsdeckung (EBITDA/ZA)	5.2	3.8	3.9	7.0	8.4	14.4	12.1	10.5	3.0	8.4	10.4	10.3	11.1	4%	71%	A-
Weitere Kennzahlen																
Umsatz (in Mio)	3848	3417	3257	3540	3692	4048	4497	4465	2906	3447	3511	3602	3500			
Reingewinn (in Mio)	65	-20	-147	94	155	229	232	56	-238	108	168	127	147			
Nettoverschuldung (in Mio)	1134	1077	962	725	606	324	499	546	472	321	294	302	204			
														50%	66%	BBB+

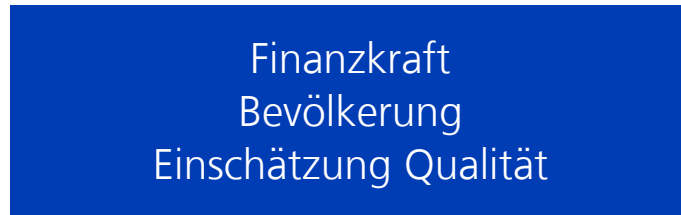
Ratingprozess: Industriebetrieb (fiktiv)

Übersicht Ratingfaktoren

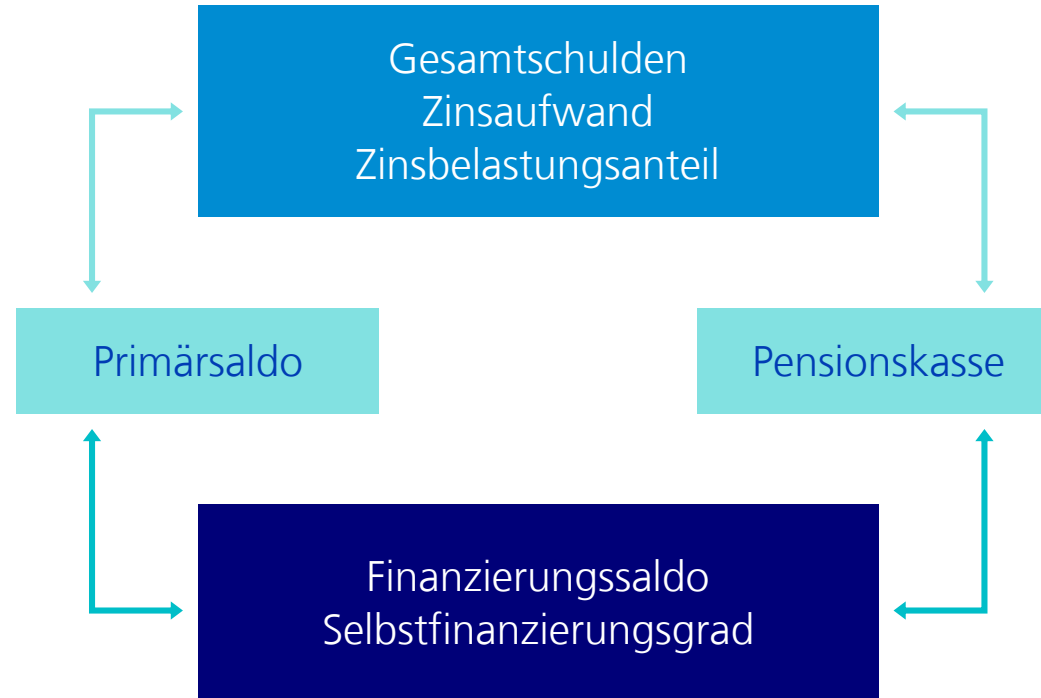


3 Bewertungsdimensionen

1. Wirtschaftliche Stärke



2. Aktuelle Rechnung



3. Altlasten

Berücksichtigung anderer Ratingagenturen

- Das Rating für die Schweizer Schuldner (Primäranalyse) basiert auf den eigenen Analysen. Die Einschätzungen von Standard & Poor's und Moody's werden, falls überhaupt vorhanden, nur als Vergleichsgrößen berücksichtigt.
- Das Rating für die Auslandschuldner (Sekundäranalyse) beruht auf den Informationen von Standard & Poor's sowie Moody's, wobei fallweise weitere eigene Analysen gemacht werden.
- Änderungen der Ratings (eigenes, Standard & Poor's sowie Moody's) werden vom Bondresearch der Zürcher Kantonalbank laufend kommentiert.

Für weitere Fragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung

E-Mail: ZKB-Anlagepublikationen@zkb.ch

Telefon: +41 44 292 25 10

Telefax: +41 44 448 90 98

Unsere Postadresse lautet

Zürcher Kantonalbank

Research

Postfach

CH-8010 Zürich

Sie finden uns auch im Internet unter
www.zkb.ch/research

150 JAHRE



**Zürcher
Kantonalbank**