

Thurgauer Kantonalbank

Evolution anstatt Revolution bei der Strategie und bei den Finanzziele

Regionale Banken | 21. Februar 2020

Kurs PS: CHF 110.50

Bloomberg: TKBP SE

Börsenkapitalisierung: CHF 2.2 Mrd

Nachhaltiges Anlageuniversum: Ja

TK-Symbol: TKBP

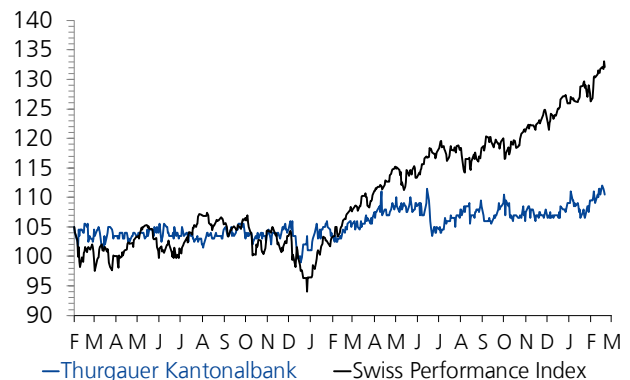
Free Float: 100%

Javier Lodeiro

+41 44 292 24 07

jose.javier.lodeiro@zkb.ch

Einstufung: Marktgewichten



Kennzahlen

in CHF	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
GpA (adj.)	6.37	6.41	6.50	KGV	17.3x	17.0x
– Wachstum	–5.06%	0.56%	1.50%	ROE (adj.)	6.26%	5.99%
Dividendenrendite	2.53%	2.53%	2.53%	Cost/Income Ratio	48.5%	48.8%

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Positive Schätzungsrevision nach starkem Ertrag im 2019

Die Thurgauer Kantonalbank hat ein positiv überraschendes Geschäftsergebnis 2019 publiziert. Der publizierte Geschäftsertrag fiel speziell auf. Das Vermögensverwaltungsgeschäft überzeugte mit deutlichem Volumenwachstum, das Neugeschäft trug zu diesem Wachstum wesentlich bei. Dieses Geschäft sollte sich auch in den nächsten Jahren gut entwickeln. Verglichen mit 2018 wurden weniger Rückstellungen für Kreditrisiken aufgelöst, was für eine gute Gewinnqualität spricht. Im Anschluss an das Geschäftsergebnis 2019 erhöhen wir unsere Gewinnprognose um 5.0% für 2020 und um 3.6% im 2021. Die Erhöhung des Freibetrages durch die SNB dürfte 2020 ein positiver Gewinnreiber sein. Auch der weitere Ausbau des Anlagegeschäftes müsste die Ertragsbasis im Geschäftsjahr 2020 stärken.

Neue Finanzziele sind nicht ambitiös

Die Thurgauer Kantonalbank hat für 2020 bis 2022 neue Finanzziele angekündigt. Wie bei der Unternehmensstrategie geht es auch bei den Finanzziele mehr um Evolution als um Revolution. Die Thurgauer Kantonalbank hat die neuen Ziele etwas ambitiöser als bisher definiert. Die neuen Finanzziele sollten von der Bank selbst in einem schwierigen Umfeld erfüllt werden können. In den letzten fünf Jahren konnte die Bank ihre

Ziele regelmässig übererfüllen. Bei der Ausschüttungsquote sollte nicht von einer Erhöhung ausgegangen werden.

Jubiläumjahr 2021

Die Thurgauer Kantonalbank feiert 2021 ihren 150. Geburtstag. Für Kunden und Stakeholder sind verschiedene Anlässe im Kanton geplant. Im Geschäftsjahr 2016 wurde für diese Feierlichkeiten eine Rückstellung gebildet. Für Partizipanten wäre eine Spezialdividende wünschenswert, es ist für uns jedoch unklar ob die Thurgauer Kantonalbank sich diese leisten will. Einen langanhaltenden Einfluss auf den Kurs des Partizipationsscheines würden wir von einer einmalig ausbezahlten Sonderdividende nicht erwarten.

Bewertung im Einklang mit der Vergleichsgruppe

Gemessen am KBV 2021 und KGV 2021 wird der Partizipationsschein der Thurgauer Kantonalbank mit einem leichten Abschlag gehandelt. Schweizer Kantonalbanken sind v.a. wegen ihrer Dividendenrenditen attraktiv. Die Rendite der Thurgauer Kantonalbank ist 0.8 Prozentpunkte geringer als bei anderen Schweizer Retailbanken. Wir bestätigen deshalb unsere Einstufung «Marktgewichten».

Positiv überraschendes Geschäftsergebnis für 2019

Die Thurgauer Kantonalbank hat für 2019 ein positiv überraschendes Geschäftsergebnis bekanntgegeben. Alle Ertragsarten haben unsere Schätzungen übertroffen. Der Gesamtaufwand fiel leicht höher als erwartet aus, das Übertreffen unserer Kostenprognose führen wir klar auf die erfreuliche Ertragsentwicklung zurück. Der Geschäftserfolg reduzierte sich in der Folge weit weniger als von uns prognostiziert.

Eckwerte zum Geschäftsergebnis 2019 (CHF Mio)

	FY18	FY19	ZKB-E
Geschäftsertrag	343.2	341.1	330.8
- Veränderung y/y		-0.6%	-3.6%
davon Nettoerfolg Zinsgeschäft	253.8	246.9	243.4
davon Kommissionsertrag	55.7	59.7	57.2
davon Handelsertrag	25.8	28.3	25.0
davon übriger Ertrag	7.9	6.2	5.3
Pers.- und Sachaufwand	-160.6	-161.9	-160.5
- Veränderung y/y		0.8%	-0.1%
Geschäftserfolg	169.4	167.1	157.5
- Veränderung y/y		-1.3%	-7.0%
Reingewinn	134.2	135.1	127.4
- Veränderung y/y		0.7%	-5.1%
Hypotheken (CHF Mrd)	18.7	19.7	19.5
Kundenvermögen (CHF Mrd)	17.9	19.9	18.9
Nettoneugeld (CHF Mrd)	0.8	1.0	0.7

Quellen: Thurgauer Kantonalbank, Zürcher Kantonalbank

Auch die Geschäftsvolumen fielen positiv auf. Das Hypothekarvolumen lag etwas über unserer Prognose. Das Hypothekarwachstum von 4.8% ist beachtlich.

Zinsaufwand als Treiber des Zinsgeschäftes

Der am 1. November 2019 eingeführte neue Freibetrag der SNB zur Verrechnung der Negativzinsen konnte das Ergebnis 2019 nur geringfügig beeinflussen. Insgesamt wurden der SNB im 2019 Negativzinsen von CHF 1.5 Mio bezahlt. Zusammen mit anderen Schweizer Retailbanken müsste die Thurgauer Kantonalbank vom neuen Freibetrag (relativ) mehr als die zwei Grossbanken profitieren.

Im 2H19 betrug der Zinsaufwand CHF 20 Mio. Dieser Betrag ist 17% geringer als im 1H19 und 8% geringer als im 2H18. In unserem Gewinnmodell nehmen wir an, dass sich der Zinsaufwand im Geschäftsjahr 2020 nicht wesentlich erhöhen wird. Eine Reduktion des Zinsaufwandes erachten wir als unwahrscheinlich.

In ihrem Ausblick erwähnt die Thurgauer Kantonalbank die Zinsmarge als Herausforderung. Vor der Ankündigung des neuen Freibetrages hatten wir eine Reduktion der Zinsmarge um 2 Basispunkte im 2020 und um 1 Basispunkt im 2021 angenommen. Wir nehmen jetzt eine Reduktion der Zinsmarge um 2 Basispunkte im 2020 an, im 2021 rechnen wir mit einer Stabilisierung. Es ist jedoch unklar, ob der neue Freibetrag die Erosion der Zinsmarge halten kann.

Neue SNB-Freigrenze dürfte die Zinsmarge stützen



Quelle: Thurgauer Kantonalbank

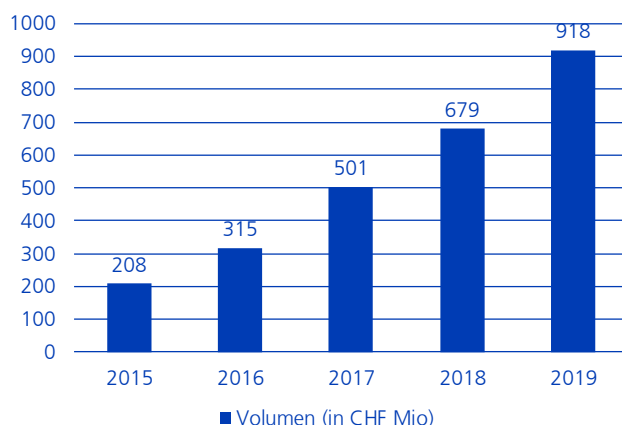
Starkes Momentum bei den Kommissionen

Das Kommissionswachstum konnte unsere Prognose deutlich übertreffen. Wir führen dies einerseits auf höhere Kundenvermögen und andererseits auf die neuen Anlageprodukte der TKB der letzten Jahre zurück.

Die Kundenvermögen von CHF 19.9 Mrd fielen 5% höher als prognostiziert aus. Das Nettoneugeld von CHF 1 Mrd hatten wir ebenso unterschätzt wie die Performance der Kundenvermögen. Wir gingen von Nettoneugeld von CHF 700 Mio aus, publiziert wurde CHF 1 Mrd. Diese Volumenausweitung dürfte sich im Geschäftsjahr 2020 positiv auf die Kommissionen auswirken.

Ein Beispiel für die Produktinnovation der Thurgauer Kantonalbank sind VV-Mandate für kleinere Vermögen von Privatkunden. Das Volumen dieser Dienstleistung ist von CHF 679 Mio per Dezember 2018 auf CHF 918 Mio angestiegen. Das Jahreswachstum von 35% kann nicht auf die Performance allein zurückgeführt werden. Eine Erhöhung der Mandatszahl ist für die stark ansteigenden Volumen verantwortlich.

Starke Zunahme bei den VV-Mandaten *



* kleinere Vermögen

Quelle: Thurgauer Kantonalbank

Die Penetrationsrate dieser Mandate verbesserte sich von 1.3% per Dezember 2015 auf 4.6% per Dezember 2019. Dieser Trend dürfte auch im Geschäftsjahr 2020 ff anhalten, zumal Produkte wie der Zielsparplan relativ neu sind.

Penetrationsrate von VV-Mandaten* im Aufwand

	VV Mandate (CHF Mio)	AuM (CHF Mrd)	Penetrationsrate
2015	208	15.8	1.3%
2016	315	16.6	1.9%
2017	501	17.9	2.8%
2018	679	17.9	3.8%
2019	918	19.9	4.6%

* kleinere Vermögen

Quellen: Thurgauer Kantonalbank, Zürcher Kantonalbank

Für das Kommissionswachstum ist der kommerzielle Erfolg der VV-Mandate für kleinere Vermögen mitverantwortlich. Zusätzlich bietet die Thurgauer Kantonalbank Vermögensverwaltungsmandate für Private-Banking-Kunden und für institutionelle Kunden. Insgesamt werden VV-Mandate in der Höhe von CHF 3 Mrd verwaltet.

Die Vorbereitungen zum Jubiläumsjahr 2021 laufen bereits

Im Jahr 2021 feiert die Thurgauer Kantonalbank ihren 150. Geburtstag. Typischerweise werden für Kunden und anderen Stakeholder Anlässe organisiert. Die Kantonalbank plant unter anderem fünf Fitnessparks im ganzen Kanton. Zudem kommen Kunden in den Genuss von Jubiläumsangeboten. Für die Feierlichkeiten wurde im Geschäftsjahr 2016 eine Rückstellung von rund CHF 4 Mio gebildet.

Möglicherweise kostet der gesamte Anlass etwas mehr als diese Rückstellung, was sich in der Erfolgsrechnung 2021 zeigen würde. Angesichts des Track Records der Thurgauer Kantonalbank bezüglich Kostenmanagement glauben wir, dass die Mehrkosten sich in Grenzen halten werden. Wir sehen derzeit davon ab, für 2021 zusätzliche Kosten für das Jubiläum einzuplanen.

Es wäre wünschenswert, dass auch Partizipanten für ihr Engagement in Form einer Sonderdividende belohnt werden. Ein Entscheid ist noch nicht gefallen. Dieser Betrag würde aus der Gewinnausschüttung finanziert werden. Der Bankrat wird sich diesbezüglich vermutlich Gedanken machen, genaues ist noch nicht bekannt. Wir haben in unseren Dividendenschätzungen keine spezielle Ausschüttung angenommen. Diese Sonderdividende hätte Einmalcharakter und sollte den Kurs des Partizipationsscheines nicht zu stark beeinflussen.

Neue strategische Ziele sind nicht ambitiös

Die Strategie für die Periode 2020 bis 2022 wurde bereits am 16. September 2019 bekanntgegeben. Im Zentrum stehen Kontinuität und Kundenorientierung. Die Ertragsstruktur soll verbreitert werden, was nur heissen kann, dass Dienstleistungen aus dem Anlagegeschäft vermehrt angeboten werden sollen. In die Digitalisierung soll laufend investiert werden.

Zusammen mit dem Geschäftsergebnis 2019 hat die Thurgauer Kantonalbank neue finanzielle Ziele bekanntgegeben. Diese sind mit den bisherigen Zielen vergleichbar und keineswegs aggressiv gestaltet. Die obere und untere Spanne der Aufwand-Ertrags-Quote wurde um 1 Prozentpunkt reduziert. Die Spanne der Rendite auf das erforderliche Eigenkapital wurde um 1 Prozentpunkt nach oben erhöht. Die Neugeschäftsziele wurden etwas erhöht.

Strategische Zielgrössen

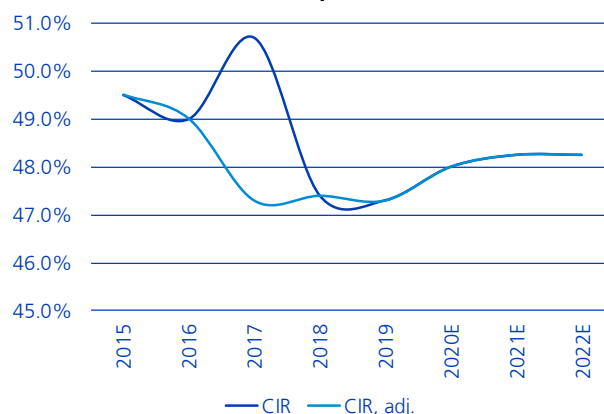
	Bisheriges Ziel	Neues Ziel
Aufwand-Ertrags-Quote	50-55%	49-54%
Rendite auf erford. Eigenmittel	8-10%	8-11%
Jährliches Nettoneugeld	CHF 300-500 Mio	>3%
Wachstum Hypotheken	Marktwachstum +/-1%	>3%

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Das neue Aufwand-Ertrags-Ziel wurde in den vergangenen fünf Jahre bereits erfüllt

Wir können die neuen Zielgrössen der Thurgauer Kantonalbank nicht als ambitioniert bezeichnen. So lag die um Pensionskassen-Einschüssen adjustierte Aufwand-Ertrags-Quote seit der Kotierung stets unter 50%. Damit wurde die neue Aufwand-Ertrags-Zielquote bereits in der Vergangenheit regelmässig geschlagen.

Aufwand-Ertrags-Quote lag in den letzten fünf Jahren am unteren Ende der neuen Zielspanne



Quellen: Thurgauer Kantonalbank, Zürcher Kantonalbank

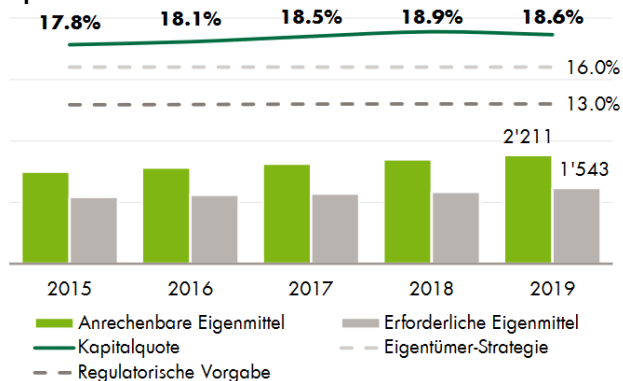
Wir haben die Thurgauer Kantonalbank verschiedentlich als einer der Kostenführer im Schweizer Banking bezeichnet. Diese Aussage bleibt auch unter den neuen Zielen gültig.

Wie bei der Aufwand-Ertrags-Quote erscheinen uns die anderen Finanzziele nicht ambitioniert zu sein. Die Thurgauer Kantonalbank ist seit 2014 kotiert, der Markt kennt und schätzt den Konservatismus des Managements, wenn es um die Ziele geht. Wir interpretieren diese Ziele dahingehend, dass sie selbst in einem schwierigen Jahr erzielt werden können. Diese Einstellung passt zu einer Kantonalbank. Wir gehen davon aus, dass die Thurgauer Kantonalbank die neuen Ziele regelmässig übertreffen kann.

Leichter Rückgang der Kapitalquoten ist auf Bilanzwachstum zurückzuführen

Die regulatorisch vorgeschriebene Kapitalquote beträgt 13.0%, die Eigentümer-Strategie sieht eine Quote von 16.0% vor. Die Thurgauer Kantonalbank publizierte eine Kapitalquote von 18.6% per Dezember 2019 nach 18.9% im Vorjahr. Der Rückgang ist auf das starke Kreditwachstum von 5.1% zurückzuführen. Hypotheken sind um 4.8% angestiegen. Die publizierte Kapitalquote betrachten wir nach wie vor als komfortabel.

Kreditwachstum erklärt den leichten Rückgang der Kapitalquote



Die vorgeschlagene Dividende von CHF 2.80 verharrt auf Vorjahreshöhe. Die Thurgauer Kantonalbank würde zwar eine höhere Ausschüttungsquote verkräften. Zur strategischen Ausrichtung der Bank gehört aber, dass die Substanz erhalten resp. gestärkt werden soll. Zudem sucht die Bank bezüglich ihrer Dividende auch Kontinuität. Von daher erwarten wir in den nächsten drei Jahren keine Erhöhung der Dividende. Eine Erhöhung käme wohl erst in Frage, wenn der Kurs des Partizipationsscheines sich stark erhöhen und die Dividendenrendite übermässig reduzieren würde.

Eine Ausnahme wäre eine Spezialdividende im Zusammenhang mit dem 150. Geburtstag der Bank. Als einmaliger Effekt wäre eine grössere Ausschüttung zwar willkommen, allerdings wäre der Einfluss auf den Kurs des Partizipationsscheines nicht langanhaltend.

Verhaltener Ausblick für 2020

Die Thurgauer Kantonalbank rechnet im 2020 mit einem tieferen Unternehmenserfolg als 2019. Die Nachfrage nach Bankdienstleistungen bleibt nach wie vor stark. Die angespannte Zinssituation verhindert eine dynamischere Entwicklung.

Zudem erwähnt die Thurgauer Kantonalbank in ihrem Ausblick strategische Projekte. Die TKB Sulgen und die TKB Bischofszell werden zu Beratungsbanken umgebaut. Mit diesem Projekt soll den Bankräumlichkeiten ein zeitgemässes Erscheinungsbild gegeben werden. Es werden die gleichen Produkte wie in den anderen Marktgebieten angeboten.

Die Funktionen des Kundenportals «Olivia» sollen erweitert werden. Die VV-Lösungen sollen auf Nachhaltigkeit ausgerichtet werden. Auch die Arbeitsplatzinfrastruktur soll 2020 erneuert werden, u.a. die Telefonie. All diese Projekte sollen im laufenden Geschäftsjahr Kosten verursachen.

Die Steuerquote soll 2020 wegen der Steuerreform sinken. Wir gehen davon aus, dass der Steuerbetrag sich ab 2020 um CHF 5 Mio reduzieren wird. Im Gegenzug könnte die Thurgauer Kantonalbank die Rückstellungen für allgemeine Bankrisiken um diesen Betrag erhöhen. Damit würde die Steuerreform sich nicht auf den Reingewinn auswirken, auf die Reserven für allgemeine Bankrisiken hingegen schon.

Schätzungsrevision nach oben

Im Anschluss an das Geschäftsergebnis 2019 erhöhen wir unsere Gewinnprognosen insbesondere deshalb, weil wir unsere Annahmen bezüglich des Ertrages als zu konservativ angesetzt hatten. Unsere Gewinnschätzungen orientieren sich am Ausblick der Thurgauer Kantonalbank. Wir wissen jedoch sehr wohl, dass die Thurgauer Kantonalbank bei ihrem Ausblick sehr vorsichtig ist. Im Anschluss an das Geschäftsergebnis 2019 erhöhen wir unsere Prognose des Geschäftserfolges 2020 um 5.0% und um 3.7% für 2021.

Schätzungsrevision nach oben

	2020	2021
Nettoerfolg Zinsengeschäft	3.9%	2.2%
Kommissionserfolg	10.2%	7.4%
Handelsertrag	-20.0%	-12.0%
Übriger Ertrag	-0.1%	0.0%
Geschäftsertrag	3.1%	2.0%
Personalaufwand	2.3%	1.2%
Sachaufwand	1.7%	0.6%
Geschäftsaufwand	2.1%	1.0%
Geschäftserfolg	4.6%	3.3%
Reingewinn	5.0%	3.7%

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Aus unserer Sicht ist der Partizipationsschein fair bewertet. Jeder weiss, dass der Ausblick der Thurgauer Kantonalbank immer sehr vorsichtig zu werten ist. Damit sollten Investoren sehr gut leben können.

Dividendenrendite ist klar tiefer als bei anderen Retailbanken

Verglichen mit anderen Schweizer Retailbanken fällt die Thurgauer Kantonalbank in der Bewertungstabelle bezüglich KGV und KBV positiv auf. Basierend auf dem KGV 2021 wird der Partizipationsschein mit einem Abschlag von 7% gehandelt. Auch bezüglich des KBV 2021 wird der Partizipationsschein mit einem Abschlag gehandelt. Die potenzielle Eigenkapitalrendite ist mit dem Sektor vergleichbar.

Für Schweizer Retailbanken ist die Dividendenrendite wichtig. Die Dividendenrendite 2020 und 2021 von je 2.5% ist 0.8 Prozentpunkte geringer als bei vergleichbaren Banken.

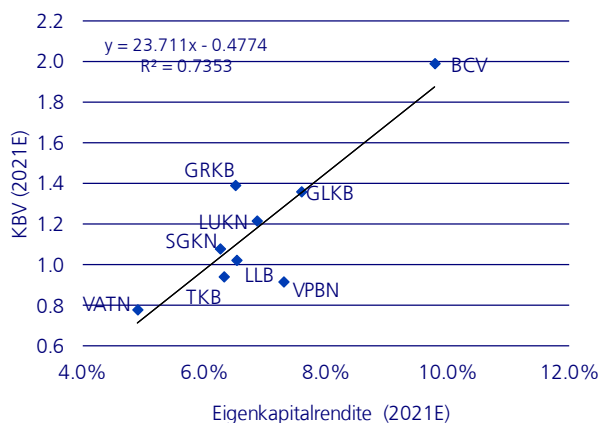
Thurgauer Kantonalbank fair bewertet

	P/E 2021E	P/B 2021E	RoE 2020E	RoE 2021E	DY 2020E	DY 2021E
BCV	20.3	2.0	9.8	9.8	4.4%	4.5%
Glarner KB	18.2	1.4	7.3	7.6	3.1%	3.3%
Luzerner KB	17.9	1.2	7.1	6.9	2.9%	3.0%
Graub.KB	22.2	1.4	6.6	6.5	2.5%	2.5%
St. Galler KB	17.6	1.1	6.2	6.3	3.3%	3.3%
LLB	15.9	1.0	6.6	6.5	3.6%	3.6%
VPB	12.8	0.9	7.5	7.3	3.9%	3.9%
Thurgauer KB	16.4	0.9	6.6	6.3	2.5%	2.5%
Valiant	15.1	0.8	5.0	4.9	4.8%	4.8%
Median	17.6	1.1	6.6	6.5	3.3%	3.3%

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Das KBV/RoE Diagramm bestätigt die Ansicht, dass der PS nicht teuer bewertet ist. Wir denken jedoch, dass eine Schweizer Retailbank v.a. mit einer hohen Dividendenrendite Anleger anlocken muss. Wir bestätigen deshalb unsere Einstufung «Marktgewichten».

Partizipationsschein der Thurgauer Kantonalbank mit etwas Aufwärtspotenzial gemessen am KBV/RoE Diagramm



Quelle: Zürcher Kantonalbank

Unternehmensbeschreibung

Die TKB ist eine im Thurgau verwurzelte, klassische Universalbank mit Staatsgarantie. Sie ist Marktführerin im Kanton im Privat- und Firmenkundengeschäft. Rund zwei Drittel der ansässigen KMU pflegen eine Geschäftsbeziehung zur TKB. Das für Kantonalbanken typische Angebot umfasst eine breite Palette an Produkten und Dienstleistungen, wobei Dienstleistungen für KMU sowie das Retail-Banking die wichtigsten Geschäftsbereiche darstellen.

Swot-Analyse

Stärken

- Führende Position im Thurgau dank starker lokaler Verankerung.
- Gut prognostizierbare Gewinnentwicklung und Stabilität.
- Die Staatsgarantie des Kantons Thurgau weckt Vertrauen.
- Gut kapitalisiert mit hoher Kernkapitalquote.
- Kurze Entscheidungswege dank überschaubarer Grösse.

Chancen

- Kosteneffizienz könnte positiv überraschen.
- Gewinnsteigerung durch Wachstum im Anlagegeschäft.
- Positive Zuwanderung in den Kanton Thurgau mit positivem Wachstumseffekt.

Investment-Case

Der Ausblick der Thurgauer Kantonalbank ist sehr vorsichtig definiert: Die Bank sieht wegen der Tiefzinsphase nach wie vor Druck auf Ihrem Zinsertrag und damit auf ihrem Geschäftserfolg. Das Kommissionsgeschäft sowie das hervorragende Kostenmanagement könnten den Druck u.E. etwas abfedern. Die Thurgauer Kantonalbank gehört mit einer Aufwand-Ertrags-Quote zu den Kostenführern im Schweizer Retailbanking. Die neue Strategie der Thurgauer Kantonalbank steht mehr für Evolution als für Revolution. Die Ziele sollten auch in einem schwierigen Umfeld geschaffen werden können. Der PS ist aus unserer Sicht fair bewertet.

Schwächen

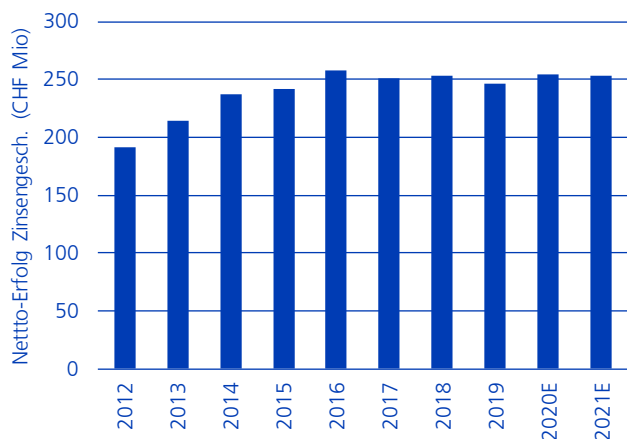
- Limitiertes Wachstumspotenzial aufgrund des Fokus auf den Markt Thurgau.
- Hohe Abhängigkeit vom Zinsgeschäft, das wegen des anhaltenden Tiefzinsumfelds kurz- und mittelfristig tief bleibt.
- Niedrige Marktliquidität des Partizipationsscheins.

Risiken

- Vielfältige Regulierungsmassnahmen verursachen hohe Kosten.
- Bankaktien sind frühzyklisch und reagieren stark auf Änderungen des konjunkturellen Umfelds.
- Konjunkturabschwung und/oder Immobilienkrise in der Ostschweiz

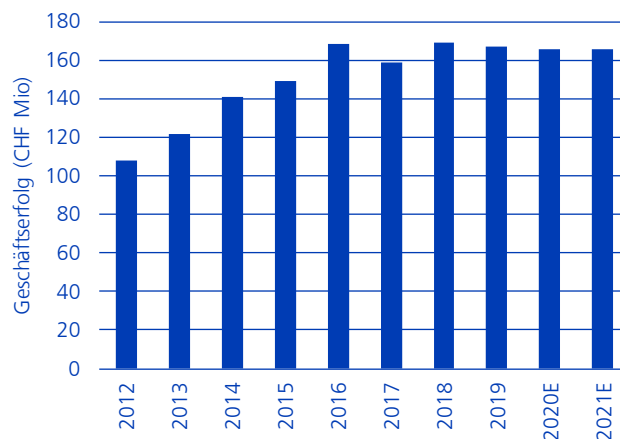
Quelle: Zürcher Kantonalbank

Netto-Zinserfolg stagniert



Quelle: Zürcher Kantonalbank

Stabiler Geschäftserfolg geschätzt



Quelle: Zürcher Kantonalbank

Finanzzahlen

Thurgauer Kantonalbank	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Bilanz in CHF Mio						
Bilanzsumme	22 346	23 244	25 610	26 299	25 991	26 702
– Veränderung in %	3.3%	4.0%	10.2%	2.7%	–1.2%	2.7%
Total Eigenkapital	2 045	2 124	2 209	2 297	2 376	2 460
– Veränderung in %	4.1%	3.9%	4.0%	4.0%	3.4%	3.5%
Kapitalquote	18.2%	18.9%	18.6%	17.8%	18.6%	18.8%
Leverage Quote	8.9%	8.9%	8.4%	8.4%	8.8%	8.9%
Ausleihungen	19 339	20 005	21 024	21 627	22 249	22 888
– Veränderung in %	2.9%	3.4%	5.1%	2.9%	2.9%	2.9%
Erfolgsrechnung in CHF Mio						
Erfolg Zinsgeschäft (netto)	251.4	253.8	246.9	253.9	253.6	257.1
– Veränderung in %	–2.5%	1.0%	–2.7%	2.8%	–0.1%	1.3%
– in % Geschäftsertrag	75.0%	74.0%	72.4%	73.6%	72.6%	71.6%
Erfolg Dienstleistungsgeschäft	51.4	55.7	59.7	64.7	67.2	71.4
– Veränderung in %	8.1%	8.2%	7.2%	8.4%	3.8%	6.3%
– in % Geschäftsertrag	15.3%	16.2%	17.5%	18.8%	19.2%	19.9%
Erfolg Handelsgeschäft	26.0	25.8	28.3	20.0	22.0	24.0
– Veränderung in %	10.6%	–0.7%	9.7%	–29.3%	10.0%	9.1%
– in % Geschäftsertrag	7.8%	7.5%	8.3%	5.8%	6.3%	6.7%
Übriger ordentlicher Erfolg	6.3	7.9	6.2	6.3	6.4	6.4
– Veränderung in %	31.3%	24.7%	–21.2%	1.0%	1.0%	1.0%
– in % Geschäftsertrag	1.9%	2.3%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
Total Betriebsertrag	335.1	343.2	341.1	344.9	349.2	358.9
– Veränderung in %	0.4%	2.4%	–0.6%	1.1%	1.2%	2.8%
Geschäftsaufwand	168.1	160.6	161.9	165.5	168.5	173.2
– Veränderung in %	5.2%	–4.4%	0.8%	2.2%	1.8%	2.8%
– Cost/Income Ratio in % (ohne Abschreibungen)	50.2%	46.8%	47.5%	48.0%	48.3%	48.3%
Abschreibungen	9.5	10.8	11.8	13.0	14.0	14.0
Rückstellungen und Wertberichtigungen und Verluste	1.1	–2.3	–0.3	–0.7	–0.8	0.1
Geschäftserfolg*	158.7	169.4	167.1	165.6	165.8	171.9
– Veränderung in %	–5.8%	6.7%	–1.4%	–0.9%	0.1%	3.6%
Saldo a.o. Posten	2.2	2.0	0.1	0.0	0.0	0.0
Unternehmenserfolg	160.8	171.4	167.0	165.6	165.8	171.9
– Veränderung in %	–5.9%	6.6%	–2.5%	–0.9%	0.1%	3.6%
Zuweisung Reserven für allg. Bankrisiken	15.0	20.0	15.0	17.0	17.0	17.0
Steuern	16.4	17.2	17.0	14.1	14.1	14.6
– Steuersatz in %	10.2%	10.0%	10.2%	8.5%	8.5%	8.5%
Reingewinn ausgewiesen	129.4	134.2	135.0	134.5	134.7	140.2
Reingewinn adj.	127.4	132.2	135.1	134.5	134.7	140.2
– Veränderung in %	3.1%	3.8%	2.2%	–0.4%	0.2%	4.1%
– Eigenkapitalrendite in % (ROE adj.)	6.5%	6.5%	6.4%	6.1%	5.9%	5.9%
Reinngewinn adj, exkl. allg. Bankrisiken	142.4	152.2	150.1	151.5	151.7	157.2
– Veränderung in %	–5.5%	6.9%	–1.4%	1.0%	0.1%	3.6%
– Eigenkapitalrendite in % (ROE adj.)	7.2%	7.4%	7.1%	6.9%	6.6%	6.6%
Bewertungskennzahlen						
KGV	15.7x	15.1x	16.0x	16.4x	16.3x	15.7x
Preis/Buchwert	0.99x	0.95x	0.97x	0.96x	0.93x	0.89x
Preis/Buchwert (ohne Goodwill/Immaterielle)	0.99x	0.95x	0.97x	0.96x	0.93x	0.89x
Dividendenrendite	2.7%	2.8%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
Daten pro Partizipationsschein in CHF						
Eigenkapital	102.3	106.7	110.9	114.8	118.8	123.0
– Veränderung in %	4.1%	4.3%	4.0%	3.5%	3.4%	3.5%
Eigenkapital (ohne Goodwill/Immaterielle)	102.3	106.7	110.9	114.8	118.8	123.0
Reingewinn	6.5	6.7	6.8	6.7	6.7	7.0
– Veränderung in %	2.8%	3.7%	0.6%	–0.4%	0.2%	4.1%
Reingewinn (adjustiert)	6.47	6.71	6.75	6.73	6.74	7.01
– Veränderung in %	2.8%	3.7%	0.6%	–0.4%	0.2%	4.1%
PS-Ausschüttung	2.75	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80
Ausschüttungsquote in %	42.5%	41.7%	41.5%	41.6%	41.6%	39.9%
Kapitalstruktur						
Partizipationsscheine	CHF 20	Anzahl PS	Börsenkap.	TK-Symbol	Val.-Nr.	
		20 000 000	CHF 2 200 Mio	TKBP	23135 110	

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Offenlegungen und Disclaimer

Liste aller Publikationen der letzten 12 Monate

Eine Liste aller Berichte/Publikationen, die in den vergangenen 12 Monaten zu irgendeinem Emittenten oder Finanzinstrument verbreitet wurden, kann unter der Internetadresse <https://zkb-finance.mdgms.com> eingesehen werden. Sollten Sie keinen Zugriff auf das Finanzinfos+ Portal haben, wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenbetreuer.

Bewertungsmethoden

Die grundlegenden methodischen Analyse- und Bewertungsansätze, die vom Research der Zürcher Kantonalbank bei der Erstellung seiner Publikationen berücksichtigt bzw. verwendet werden, finden Sie auf der ZKB Homepage unter der Internetadresse <https://zkb-finance.mdgms.com/media/files/Research-Methodik.pdf>.

Häufigkeit der Aktualisierung von Publikationen

Publikationen über Emittenten oder Finanzinstrumente werden grundsätzlich, und soweit nichts anderes vermerkt ist, anlässlich der Veröffentlichung von Unternehmenszahlen oder bei Bekanntwerden von kurs- oder ratingrelevanten Informationen vom Research der Zürcher Kantonalbank aktualisiert.

Disclaimer

Das Research der Zürcher Kantonalbank verwendet keine absoluten Empfehlungen wie «Kaufen», «Halten» oder «Verkaufen», sondern nur relative Einstufungen («Übergewichten», «Marktgewichten», «Untergewichten») gegenüber einer Benchmark. Bei Schweizer Aktien ist die Benchmark der Swiss Performance Index (SPI). Bei der erwarteten Relativperformance handelt es sich um die in den nächsten 12 Monaten erwartete Gesamtertragsrendite (Total Return), die sich zusammensetzt aus der Kursperformance der Aktie (Kursgewinn oder -verlust) zuzüglich der Ausschüttungen (z.B. Dividenden). Im Vergleich zur erwarteten Gesamtertragsrendite der Benchmark wird bei «Übergewichten»-Einstufungen eine deutlich höhere, bei «Marktgewichten»-Einstufungen eine vergleichbare (+/-5%) und bei «Untergewichten»-Einstufungen eine deutlich tiefere Gesamtertragsrendite erwartet.

Das vorliegende Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbietet. Dieses Dokument wurde von der Zürcher Kantonalbank mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die Zürcher Kantonalbank bietet jedoch keine Gewähr für dessen Inhalt und Vollständigkeit und lehnt jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Das Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Insbesondere ist dem Empfänger empfohlen, allenfalls unter Beizug eines Beraters die Informationen in Bezug auf ihre Vereinbarkeit mit seinen persönlichen Verhältnissen, auf juristische, regulatorische, steuerliche und andere Konsequenzen zu prüfen. Sofern Beiträge in dieser Publikation durch Organisationseinheiten erstellt wurden, welche nicht den «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» (herausgegeben durch die Schweizerische Bankiervereinigung) unterliegen, ist dies in der Fusszeile entsprechend vermerkt.

Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen dürfen nicht an Personen, die möglicherweise US-Personen nach der Definition der Regulation S des US Securities Act von 1933 sind, verteilt und/oder weiterverteilt werden. Definitionsgemäss umfasst «US Person» jede natürliche US-Person oder juristische Person, jedes Unternehmen, jede Firma, Kollektivgesellschaft oder sonstige Gesellschaft, die nach amerikanischem Recht gegründet wurde. Im Weiteren gelten die Kategorien der Regulation S. Dieses Dokument stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung oder Einladung zur Zeichnung oder zur Abgabe eines Kaufangebots für irgendwelche Wertpapiere dar, noch bildet es eine Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendwelcher Art. Dieses Dokument ist kein Prospekt im Sinne von Artikel 652a bzw. 1156 des schweizerischen Obligationenrechts oder Artikel 27 ff. des Kotierungsreglements der SIX Swiss Exchange AG.

This publication and the information contained in it must not be distributed and / or redistributed to, used or relied upon by, any person (whether individual or entity) who may be a US person under Regulation S under the US Securities Act of 1933. US persons include any US resident; any corporation, company, partnership or other entity organized under any law of the United States; and other categories set out in Regulation S.

Copyright © 2020 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.