



## Was steckt hinter den Empfehlungen des Researchs der Zürcher Kantonalbank?

Sven Bucher  
Leiter Research Zürcher Kantonalbank  
Oktober 2011

# Vorwort

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.

Sven Bucher  
Leiter Research Zürcher Kantonalbank





# Teil I

Allgemeine Erläuterungen

# 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 und die involvierten Personen gewährleistet
- Unabhängig von Kapitalmarktinteressen
- Analysten werden nicht kommissionsabhängig entlohnt
- Keine Eigengeschäfte (Aktien, Bonds, Derivate etc.) bei den durch den jeweils zuständigen Analysten abgedeckten Unternehmen
- Bond-Ratings aufgrund der Präsenz am Kapitalmarkt (kein Mandat wie bei S&P etc.)
- Anwendung der ISfA-Performancemessung für Aktienempfehlungen (Teil des Qualifikationssystems der einzelnen Analysten)

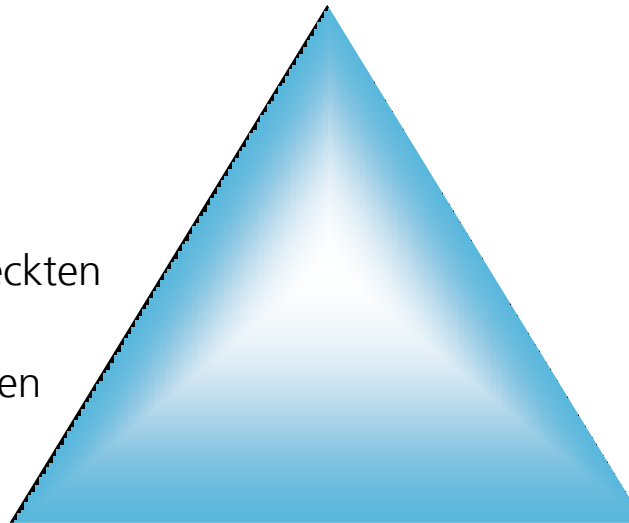
# Worauf basieren die Empfehlungen?

## 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 Nachhaltigkeit, Makro und Anlagestrategie



## Teil II

Aktienempfehlungen

# Titel A oder B?

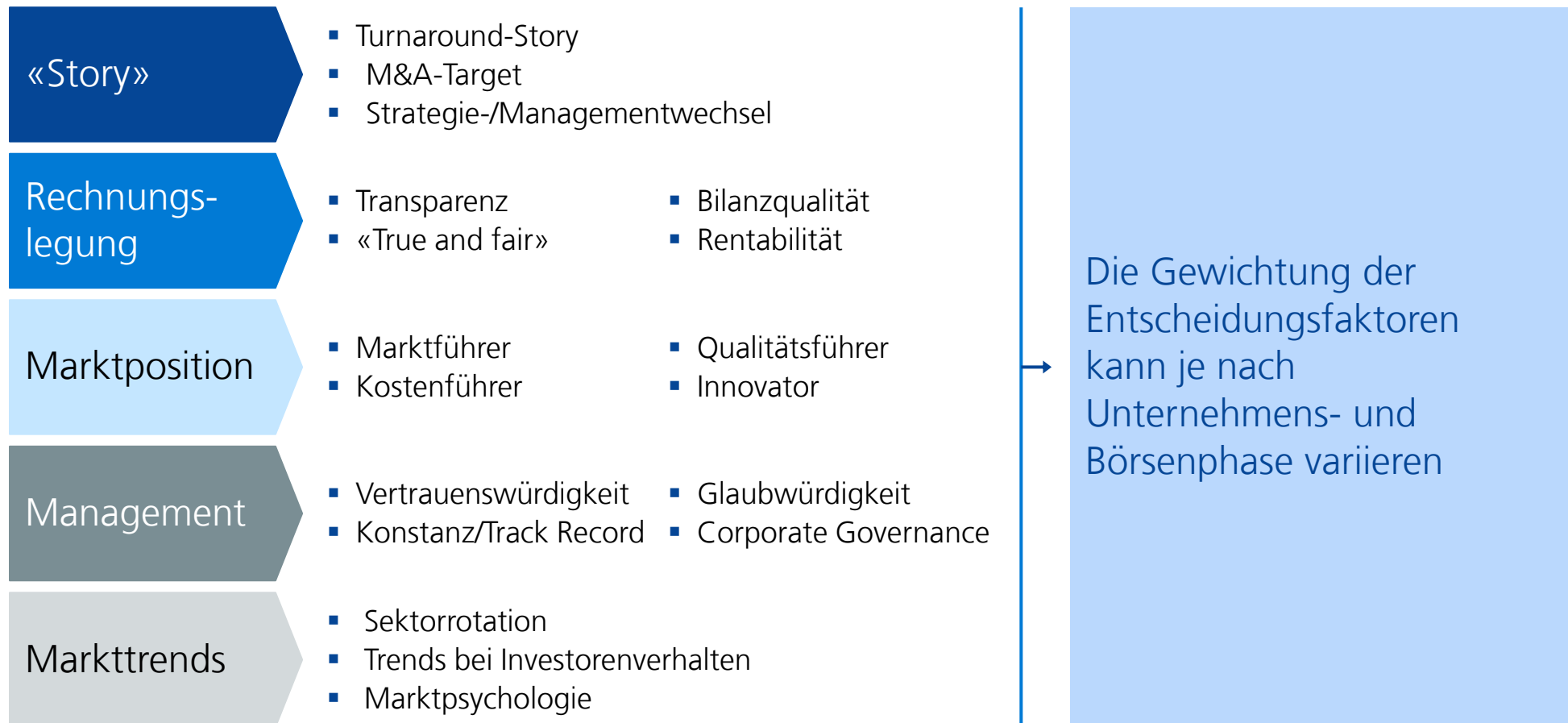
## Am Anfang steht die Anlagestrategie

### Anlagestrategie

- Der Investor muss – nötigenfalls in Zusammenarbeit mit seinem Berater – 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

### **Einfach/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)

# Methoden der Aktien-/Unternehmensbewertung

## 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

---

# Methoden der Aktien-/Unternehmensbewertung

## 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)

# Absolute Empfehlungen – einfach, aber irreführend?

«Kaufen/Verkaufen» – einfach zu verstehen und doch irreführend

- Kaufen: Was macht der Anleger mit einer Kaufempfehlung, wenn er den Titel schon hat – weiter zukaufen?
- Verkaufen: Was macht der Anleger mit einer Verkaufsempfehlung, wenn er den Titel gar nicht hat – leer verkaufen?
- Halten: was soll der Anleger tun, wenn er den Titel gar nicht hat?

**→ Das Research der Zürcher Kantonalbank verwendet keine absoluten Empfehlungen wie «kaufen», «verkaufen», «halten», sondern nur relative Empfehlungen gegenüber einer Benchmark**

Keine absoluten Kursziele (zum Beispiel Titel X steigt auf CHF 954)

- Die Performance eines Titels ist neben den firmenspezifischen Faktoren – der Domäne des Analysten – auch von kaum prognostizierbaren Faktoren abhängig (beispielsweise Terrorattacken, Krieg, Naturkatastrophen)

# Research der Zürcher Kantonalbank

## Relative Empfehlungen als Standard

Machen Aktienempfehlungen überhaupt Sinn?

- Nur wenn gegenüber einer repräsentativen Benchmark ein **Mehrwert** resultieren kann (sogenanntes Alpha), sonst muss man passiv investieren
- 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)

- **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

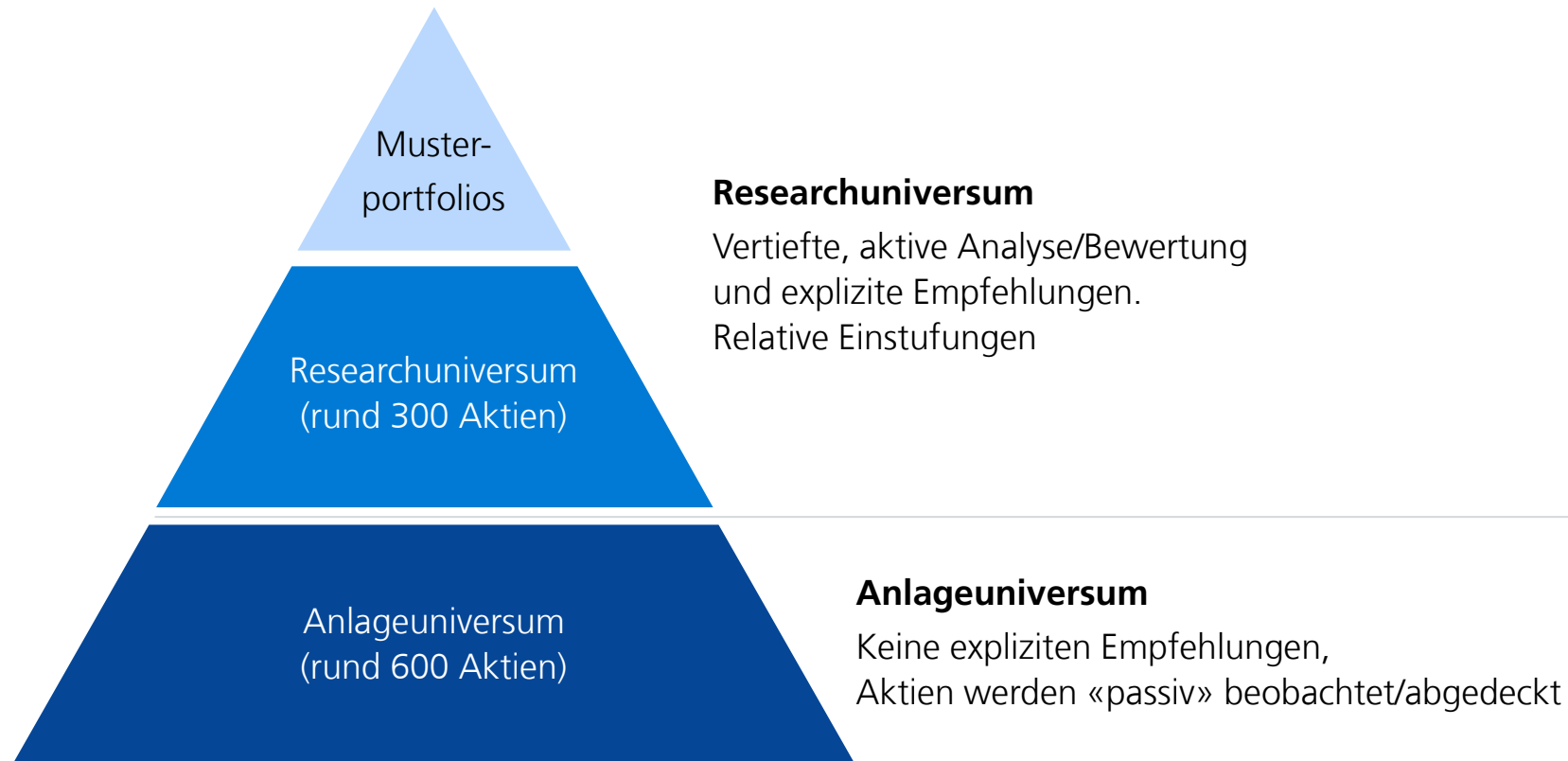
Entsprechend kann die Einstufung jederzeit aufgrund neuer verfügbarer Informationen ändern.

# Welche Empfehlungslisten führt das Research der Zürcher Kantonalbank?

## Systematische Verdichtung von Know-how

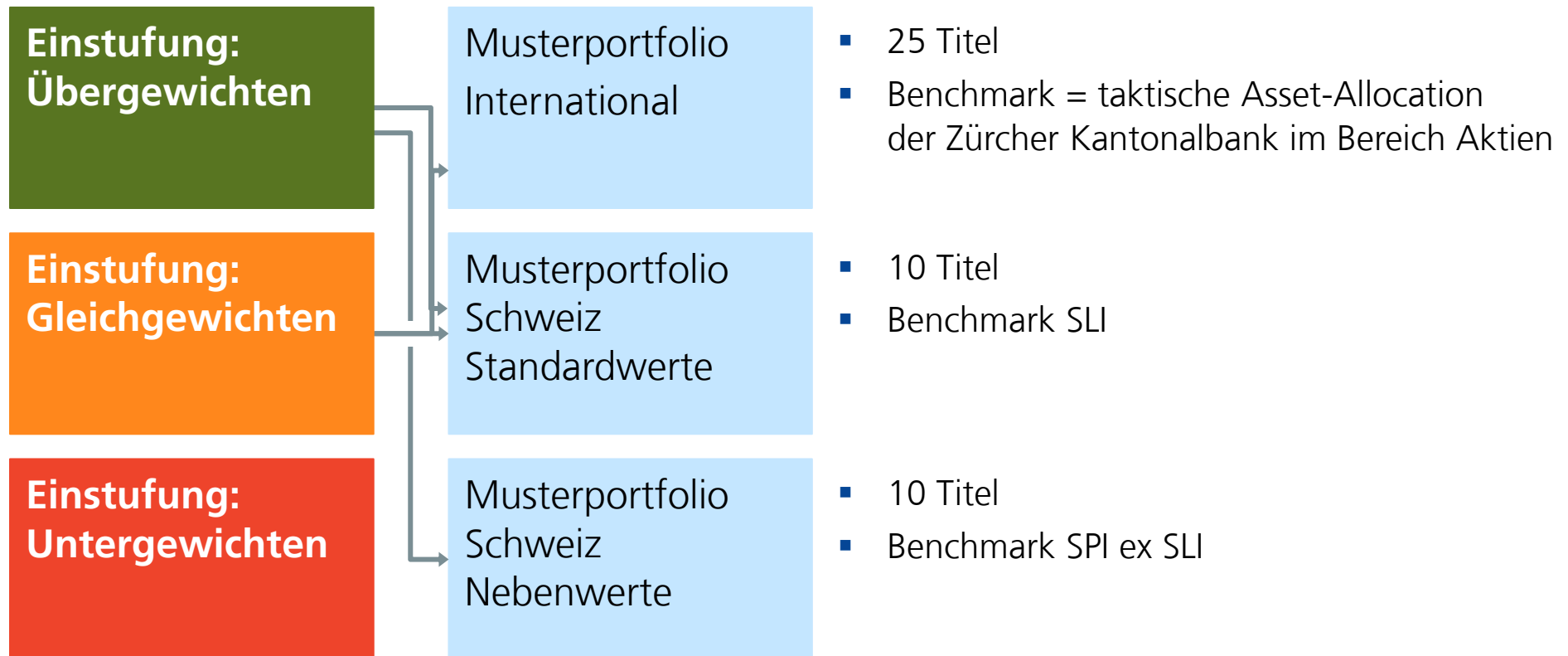
Schweiz: ca. 120 Large, Small- und Midcaps

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



# Von den Einstufungen zu den Musterportfolios

## Musterportfolios – eine zusätzliche Empfehlungsliste mit limitierter Titelzahl



# Ausgezeichnetes Aktien-Research (I)

Wirtschaftszeitung **Finanz und Wirtschaft**  
in Zusammenarbeit mit **isfa**

**BILANZ**  
Das Schweizer Wirtschaftsmagazin

(Partner bis  
und mit 2006)



**isfa**

2011	<b>Rang 3</b> Bank für SMI-Titel Bester Analyst Drittbester Analyst
2010	<b>Rang 1</b> Bank für SMI-Titel Drittbester Analyst
2009	<b>Rang 1</b> Bank für SMI-Titel <b>Rang 2</b> Bank für Small/Mid Caps Bester Analyst Zweitbester Analyst Drittbester Analyst
2008	<b>Rang 1</b> Bank für Small/Mid Caps Bester Analyst Drittbester Analyst

2007	<b>Rang 2</b> Bank für Small/Mid Caps <b>Rang 4</b> Bank für SMI-Titel
2006	Drittbester Analyst <b>Rang 3</b> Bank für SMI-Titel <b>Rang 4</b> Bank für Small/Mid Caps
2005	<b>Rang 1</b> Bank für Small/Mid Caps <b>Rang 3</b> Bank für SMI-Titel
2004	Bester Analyst <b>Rang 2</b> Bank für Small/Mid Caps

# Ausgezeichnetes Aktien-Research (II)

Tageszeitung **NZZ** in Zusammenarbeit mit **StarMine**



2010	<b>Rang 3</b> Bank für Small/Mid Caps (Earnings) <b>Rang 4</b> Bank für Small/Mid Caps (Recommendations) <b>Rang 5</b> Bank für SMI Titel (Recommendations)
2009	<b>Rang 1</b> Bank für SMI Titel (Recommendations) <b>Rang 4</b> Bank für SMI Titel (Earnings) <b>Rang 5</b> Bank für Small/Mid Caps (Recommendations) <b>Rang 5</b> Bank für Small/Mid Caps (Earnings)
2008	<b>Rang 1</b> Bank für Small/Mid Caps (Earnings) <b>Rang 3</b> Bank für SMI Titel (Recommendations) <b>Rang 5</b> Bank für SMI Titel (Earnings)
2007	<b>Rang 2</b> Bank für Small/Mid Caps (Recommendations)
2006	<b>Rang 2</b> Bank für SMI Titel <b>Rang 4</b> Bank für Small/Mid Caps
2005	<b>Rang 2</b> Bank für Small/Mid Caps
2004	<b>Rang 1</b> Bank für Small/Mid Caps

# Researchuniversum im Fokus

## Grundsätze der Abdeckung

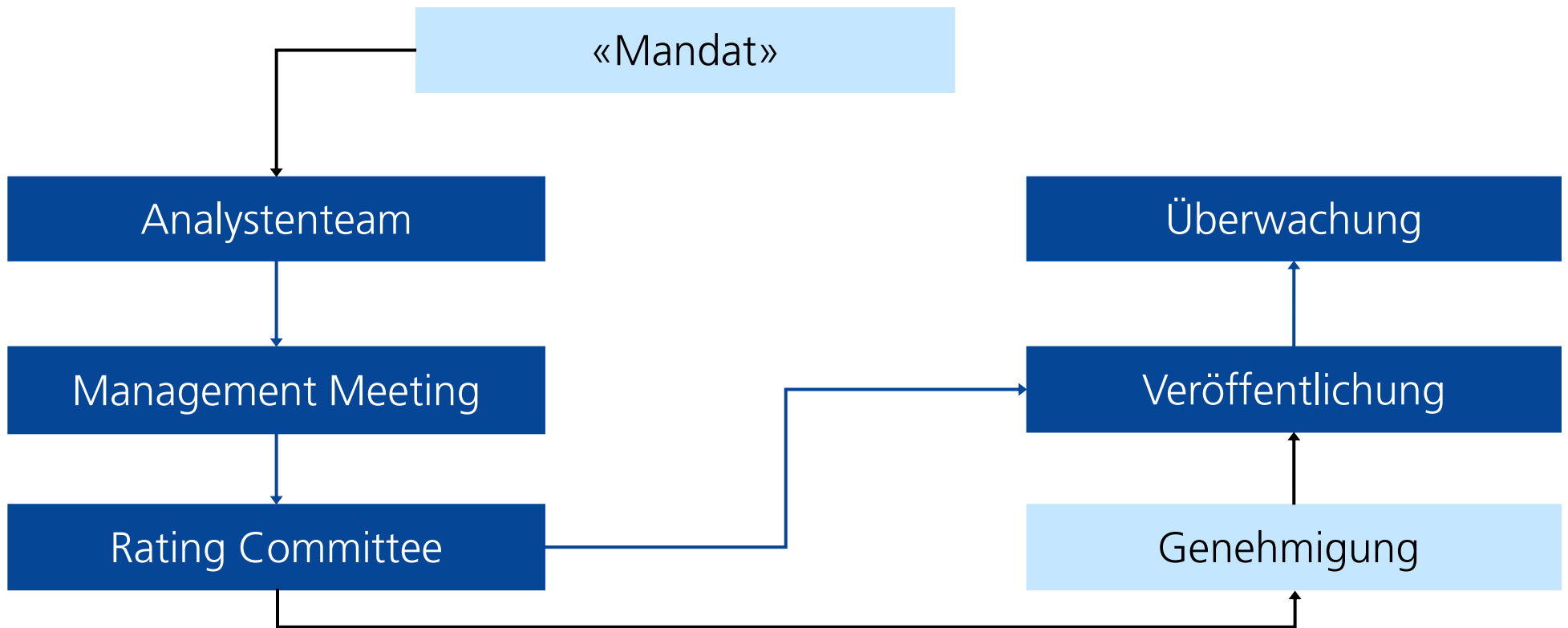




## Teil III

### Ratings bei Obligationen

# Bondresearch Ratingprozess der Zürcher Kantonalbank



- Zürcher Kantonalbank
- S&P

Quelle: Eigene Darstellung

# Bondresearch

## Ratingprozess Kriterien

### Unterschiedliche Ratingmodelle

#### **Privatrechtliche Unternehmen = privatrechtliche Schuldner**

Kriterien:

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

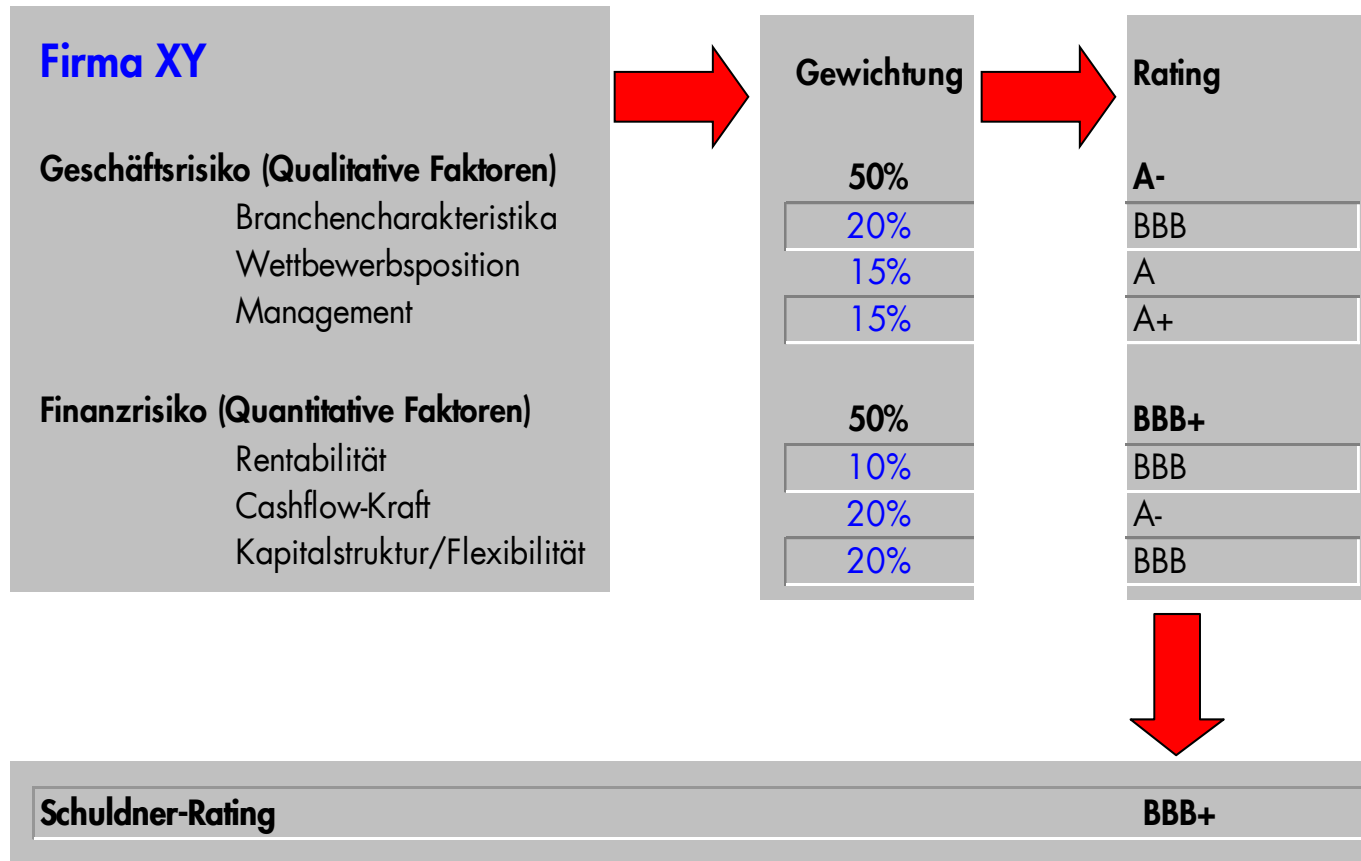
#### **Gebietskörperschaften = öffentlich-rechtliche Schuldner**

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

	Gewichtung	Erfüllungsgrad	Rating
<b>Branchencharakteristika</b>	<b>20%</b>	<b>62%</b>	<b>BBB</b>
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
<b>Wettbewerbsposition</b>	<b>15%</b>	<b>77%</b>	<b>A</b>
Marktanteil	3.8%	85%	A+
Technologie	3.8%	85%	A+
Diversifizierung - geografisch	3.8%	70%	BBB+
Diversifizierung - produktemässig	3.8%	69%	BBB+
<b>Management</b>	<b>15%</b>	<b>83%</b>	<b>A+</b>
Unternehmensstrategie	3%	86%	AA-
Industrienerfahrung	3%	86%	AA-
Glaubwürdigkeit	3%	80%	A
Konstanz	3%	80%	A
Risikobereitschaft	3%	85%	A+
<b>Total Geschäftsrisiko</b>	<b>50%</b>	<b>73%</b>	<b>A-</b>

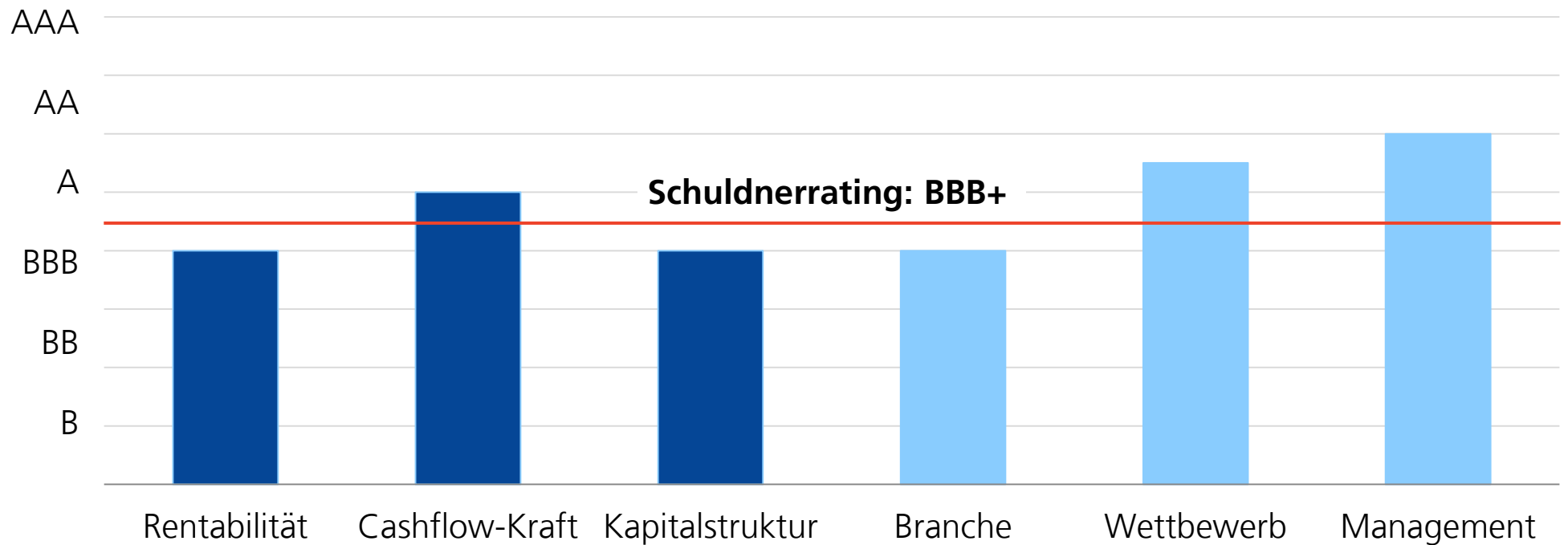
# Ratingprozess: Industriebetrieb (fiktiv)

## Bewertung der Finanzrisiken

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Gewichtung	Erfüllungsgrad	Rating
<b>Rentabilität</b>											<b>10%</b>	<b>60%</b>	<b>BBB</b>
EBIT-Marge (in %)	4.1	2.3	-2.9	5.3	6.8	8.1	7.2	3.0	-6.2	-0.7	3.0%	60%	BBB
EBITDA-Marge (in %)	9.3	8.0	8.7	10.7	10.9	11.7	10.8	8.7	3.4	6.4	3.0%	60%	BBB
ROA (EBIT/GK, in %)	4.4	2.6	-3.2	5.9	8.2	10.2	9.6	4.1	-6.2	-0.8	2.0%	60%	BBB
ROE (Reingewinn/EK, in %)	6.2	-1.8	-14.8	9.6	13.9	17.3	15.5	3.8	-17.5	-6.1	2.0%	60%	BBB
<b>Cashflow-Kraft</b>											<b>20%</b>	<b>66%</b>	<b>BBB+</b>
Operativer Cashflow (in Mio)	489	383	413	584	75	444	426	278	87	199	10%	66%	BBB+
Free Cashflow (in Mio)	-7	306	272	432	-100	298	243	-38	74	52	10%	66%	BBB+
<b>Kapitalstruktur/Flexibilität</b>											<b>20%</b>	<b>69%</b>	<b>BBB+</b>
Current Ratio (in %)	165	150	169	158	192	198	186	177	200	197	4%	66%	BBB+
EK-Quote (in %)	29.4	33.7	30.7	32.1	39.1	45.1	45.4	42.7	40.3	37.8	4%	71%	A-
Gearing	1.1	1.0	1.0	0.7	0.5	0.2	0.2	0.4	0.6	0.5	4%	71%	A-
Net Debt/EBITDA	3.2	3.9	3.4	1.9	1.5	0.7	0.6	1.4	7.0	3.0	4%	66%	BBB+
Zinsdeckung (EBITDA/ZA)	5.2	3.8	3.9	7.0	8.4	14.4	12.1	10.5	2.6	5.0	4%	71%	A-
<b>Weitere Kennzahlen</b>													
Umsatz (in Mio)	3848	3417	3257	3540	3692	4048	4497	4465	2947	3094			
Reingewinn (in Mio)	65	-20	-147	94	155	229	232	56	-226	-70			
Nettoverschuldung (in Mio)	1134	1077	962	725	606	324	264	546	690	580			
<b>Total Finanzrisiko</b>											<b>50%</b>	<b>66%</b>	<b>BBB+</b>

# Ratingprozess: Industriebetrieb (fiktiv)

## Übersicht Ratingfaktoren

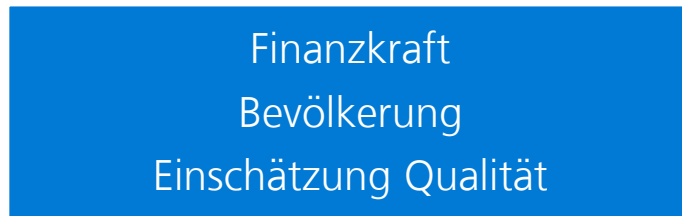


■ Finanzrisiken    ■ Geschäftsrisiken

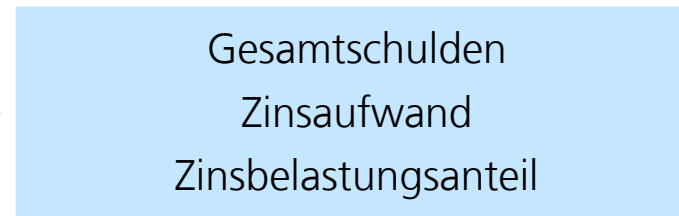
# Ratingprozess: Gebietskörperschaften

## 3 Bewertungsdimensionen

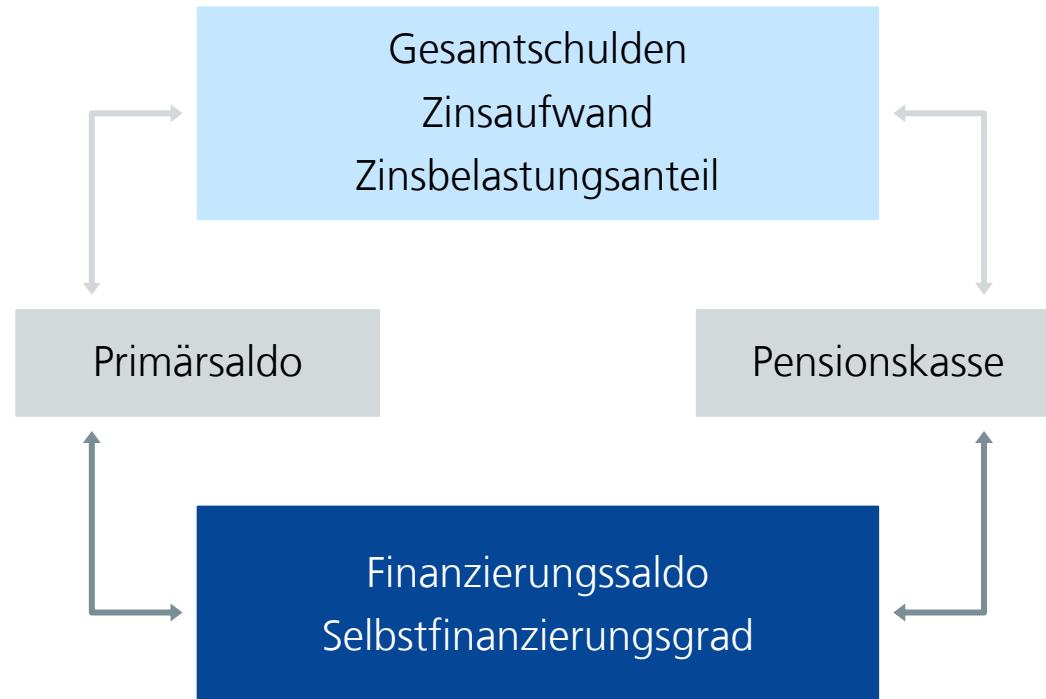
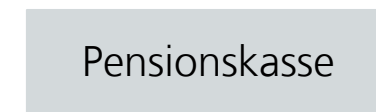
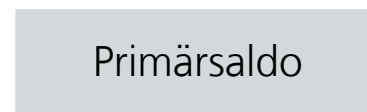
1. Wirtschaftliche Stärke



3. Altlasten



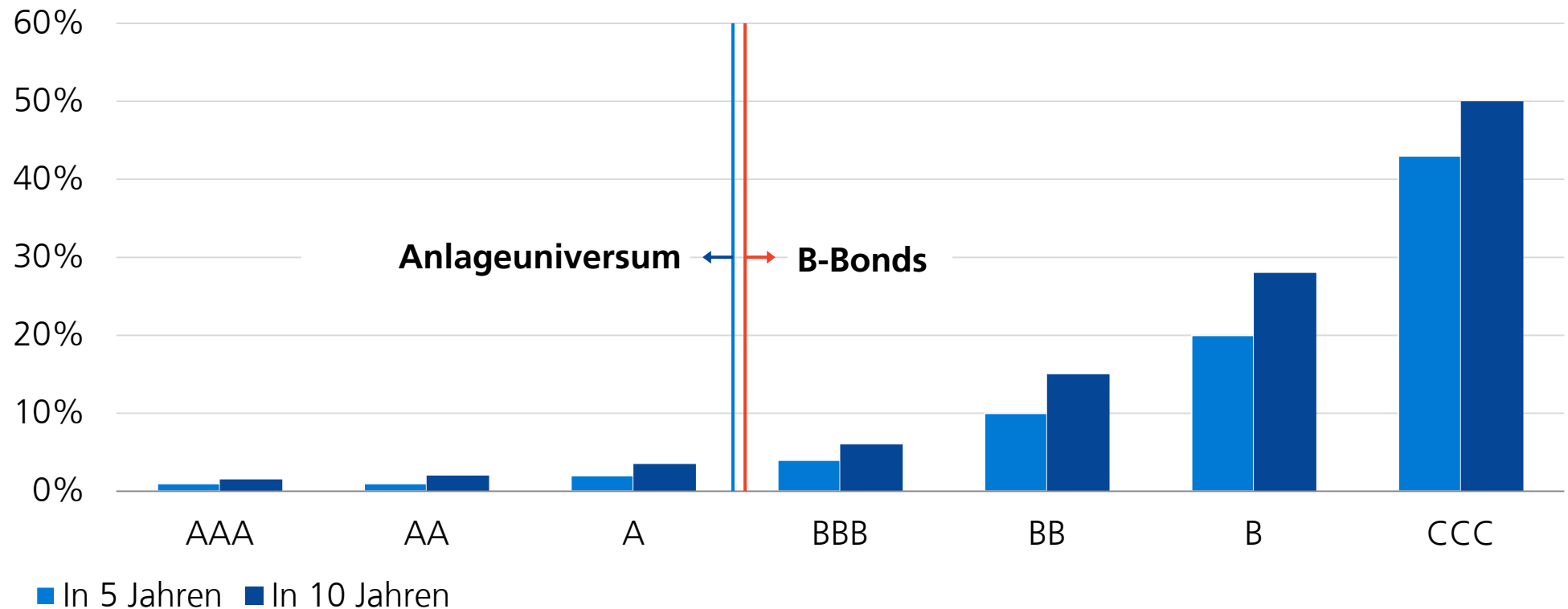
2. Aktuelle Rechnung



# Obligationen-Anlageuniversum der Zürcher Kantonalbank

## Mindestrating von A-

### Kumulierte Ausfallwahrscheinlichkeiten



# Anlageuniversum der Zürcher Kantonalbank Basis für Research und Publikationen

## Zürcher Kantonalbank Obligationenanlageuniversum

### Inlandschuldner

Primäranalyse,  
~140 Schuldner,  
mindestens A-  
Publikationen: Swiss  
Rating Guide, Rating  
News,  
Anlagen Schweiz  
Obligationen, Daily  
Rating Actions,  
Fokus Fixed Income,  
Auswahlliste

### Währungen



### Ausland- schuldner

Sekundäranalyse,  
~500 Schuldner,  
mindestens A-  
Publikationen:  
Foreign Rating  
Guide, Rating News,  
Daily Rating Actions,  
Fokus Fixed Income,  
Auswahlliste

**High Yield, WA**  
Sekundäranalyse,  
alle Ratings  
Publikationen:  
B-Bonds, WA-Liste

# 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.

# Kontakt

**Für weitere Fragen stehen  
wir Ihnen gerne zur Verfügung**

E-Mail: [ZKB-Anlagepublikationen@zkb.ch](mailto: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](http://www.zkb.ch/research)