

Graubündner KB

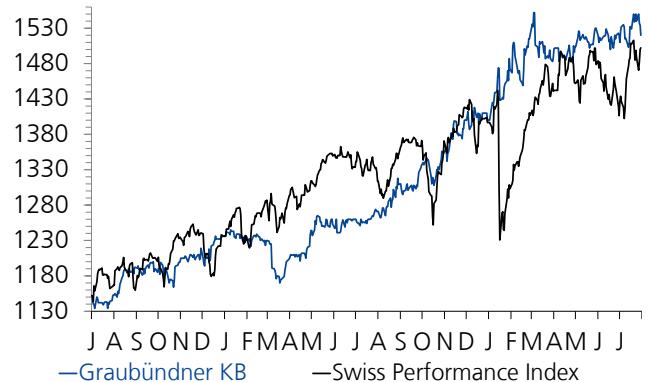
Gar nicht so grau wie noch im Februar gedacht

Banken | 31. Juli 2015

Kurs PS: CHF 1 520 ZKB Schuldnerating: AA+
 Bloomberg: GRKP SE TK-Symbol: GRKP
 Börsenkapitalisierung: CHF 1.14 Mrd Free Float: 100%
 Nachhaltiges Anlageuniversum: Ja

Michael Kunz
 +41 44 292 35 28
 michael.kunz@zkb.ch

Einstufung neu: Marktgewichten



Kennzahlen

in CHF	2014	2015E	2016E		2014	2015E	2016E
GpA (adj.)	72.6	64.4	68.0	KGV	20.9x	23.6x	22.4x
- Wachstum	-3.15%	-11.3%	5.59%	ROE (adj.)	8.16%	7.03%	7.23%
Dividendenrendite	2.50%	2.50%	2.50%	Cost/Income Ratio	48.8%	50.7%	49.6%

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Bündner sind wetterfest und widerstandsfähig

Die Graubündner Kantonalbank (GKB) hat heute einen soliden Zahlenkranz für das erste Halbjahr präsentiert. Der Rückgang beim Betriebsergebnis fällt nicht so stark aus wie befürchtet und vom Management im Februar auch prognostiziert; das Tagesgeschäft ist also überraschend robust. Daher sieht sich das Management auch in der Lage, die Prognose für das Gesamtjahr zu erhöhen. Da die GKB das widrige Marktfeld anscheinend besser wegsteckt als bislang gedacht und die düsteren Februarprognosen nicht eingetroffen sind, gehen wir davon aus, dass sich der Partizipationsschein (PS) trotz seiner sportlichen Bewertung nun wieder im Rahmen des Marktes bewegen wird und stufen ihn konsequenterweise von «Unter» auf «Marktgewichten» hoch.

Negativzinsen fordern Tribut – aber weniger als gedacht

Die Abweichung zu unseren Schätzungen auf operativer Ebene ergibt sich vornehmlich aus einem weniger stark gefallenen Zinsüberschuss sowie niedrigeren Kosten als erwartet. Zudem wurde wider Erwarten der ausserordentliche Ertrag aus dem Swisscanto-Verkauf in die Reserven für allgemeine Bankrisiken

eingestellt, so dass es auf Konzerngewinn-Ebene zu stärkeren Abweichungen kommt.

Halbjahreszahlen

In CHF Mio	ZKB-E	Actual	Δ in % vs. Vj
Erträge	177.0	183.4	-5.5%
Kosten inkl. Abschreibungen	94.0	89.4	-0.7%
Betriebsergebnis	79.0	91.4	-9.8%
Konzerngewinn vor Mind.	94.0	90.0	+1.8%
Ausserordentliches Ergebnis	+16.8	0.0	n.a.
Konzerngewinn adjustiert	77.5	90.0	-9.6%
Cost/Income-Ratio	53.1%	48.8%	+2.4 Pp

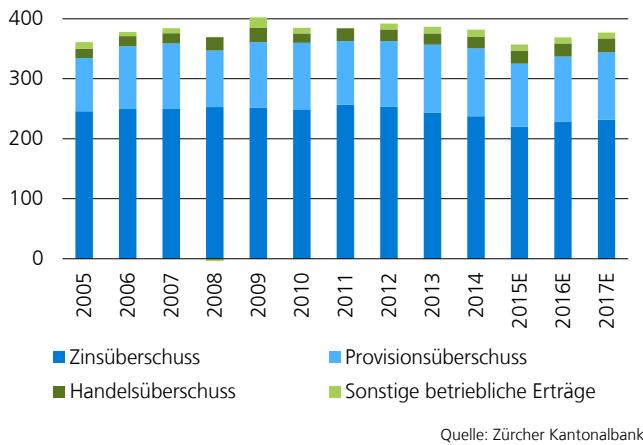
Quelle: Zürcher Kantonalbank

Schätzungen auf operativer Ebene erhöht

Aufgrund des überraschend starken Zahlenkranzes für das erste Halbjahr in der normalen Geschäftstätigkeit erhöhen wir unsere Schätzungen für das Betriebsergebnis 2015 und – wegen des Basiseffekts – auch für die Folgejahre. Das Ertragswachstum für 2016 sehen wir bei 3.6%, da ein Grossteil der alten Absicherungen durch kurzfristige Payer-Swaps in 2015 ausläuft. Deren Wertminderungen belasten den Zinsüberschuss nur noch 2015. Zudem musste GKB im ersten Halbjahr einen Nettoabfluss von

CHF 310 Mio Kundengeldern hinnehmen aufgrund weiterer Belebungen im Crossborder-Geschäft. Insofern sind beim Provisionsüberschuss keine grossen Sprünge zu erwarten. Dafür modellieren wir eine stabilere Kostenbasis als bisher angenommen.

Ertragsentwicklung und -prognose



Schizophrene Effekte auf Gewinnebene

Unsere Gewinnprognosen enthielten bis jetzt keine Neubildung von Reserven für allgemeine Bankrisiken. Diese wurden jedoch bereits im ersten Halbjahr deutlich dotiert. Wir übernehmen dies für die Gesamtjahresschätzung selbstverständlich – in unserer Systematik ist es jedoch ein ausserordentlicher Aufwand. Dies hat den kontraintuitiven Effekt, dass wir unsere Prognose für das Betriebsergebnis 2015 deutlich erhöhen und gleichzeitig die Erwartungen für den nichtadjustierten Konzerngewinn senken müssen.

Anpassung unserer Schätzungen – Überblick

In CHF Mio	2015 alt	2015 neu	2016 alt	2016 neu
Gesamterträge	355	357	363	369
Kosten inkl. Abschr.	187	181	188	183
Betriebsergebnis	159	169	166	178
Vorsteuergewinn	176	169	166	178
Konzerngewinn*	168	161	158	170
Adjustierter Gewinn*	151	161	158	170

*jeweils nach Minderheiten

Quelle: Zürcher Kantonalbank

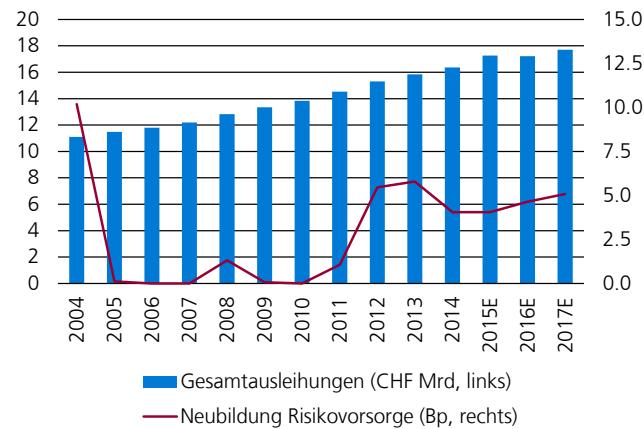
Dies deckt sich in etwa mit der heute von der GKB ausgegebenen Guidance, dass der «Reingewinn» für 2015 – das ist im GKB-Vokabular der Konzerngewinn vor Reservendotation aber inklusive Swisscanto – nunmehr zwischen CHF 170 Mio und CHF 180 Mio erwartet wird nach CHF 160 Mio bis CHF 170 Mio im Februar.

Kreditrisiken nach wie vor kein Thema

Die Exportindustrie im Churer Rheintal ist nach Aussagen des Managements auf der heutigen Analystenkonferenz weiterhin gut unterwegs. Im Immobilienbereich kommen die Preise langsam unter Druck, wenn auch von hohem Niveau. Die Baubranche wurde durch die Zweitwohnungsinitiative stärker getroffen als durch den SNB-Entscheid zum Wechselkurs, aber die einge-

leitete Konsolidierung hält den Sektor profitabel. Allenfalls im Tourismus könnten bei einer schlechten Wintersaison 2015/16 Kreditnehmer unter Druck geraten. Hierfür hat die GKB aber bereits «massiv vorgesorgt» (CEO Vinzens). Summa summarum sieht die GKB keine steigenden Kreditrisiken am Horizont.

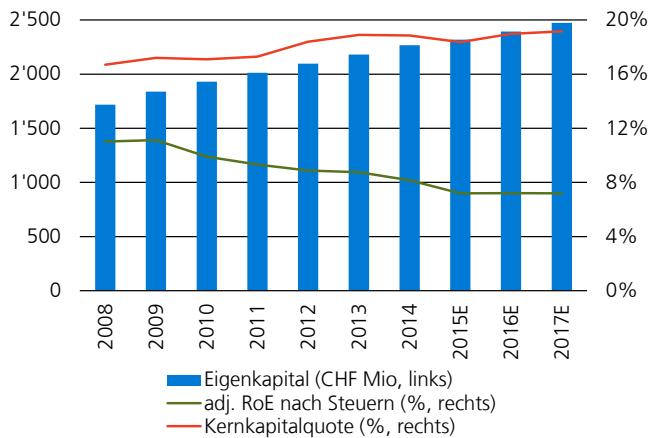
Entwicklung des Kreditbuchs und der Risikovorsorge



Kapitalisierung auf beruhigendem Niveau

Zudem fühlt man sich mit 18.6% Kernkapitalquote komfortabel aufgestellt. Oder um erneut CEO Vinzens zu zitieren: In Graubünden «fährt man gern mit grossem Stossdämpfer». Deswegen wird man auch allfälligen Anfragen deutscher Steuerbehörden «mit der nötigen Gelassenheit begegnen». Das Stammhaus in Chur rechnet zudem mit einem Abschluss des US-Verfahrens bis Jahresende, nachdem die Tochter Bank Bellerive sich vor kurzem mit den US-Behörden auf eine Zahlung von USD 57'000 einigen konnte.

Entwicklung von Kapitalisierung und Rentabilität



Quelle: Zürcher Kantonalbank

Partizipationsschein: Teurer, aber auch profitable

Die Bewertung des PS reflektiert die überdurchschnittliche Effizienz und Rentabilität der GKB, liegt aber so weit über dem Durchschnitt der Vergleichsgruppe, dass auch kein Spielraum nach oben mehr besteht. Da sich jedoch das operative Geschäft im ersten Halbjahr robuster als gedacht erwiesen hat, liegt auch kein Grund mehr für eine anhaltende Underperformance ge-

genüber dem breiten Markt vor. Deshalb passen wir unser Anlageurteil von «Untergewichten» auf «Marktgewichten» an.

Vergleichsunternehmen – Bewertung und Rentabilität

Name	KBV 2017	KGV 2017	CIR 2017*	RoE 2017
BCV	1.6x	18.5x	58.6%	8.5%
Glarner KB	0.7x	10.5x	62.2%	6.7%
Graubündner KB	1.5x	21.7x	49.1%	7.2%
Luzerner KB	1.2x	15.8x	48.3%	7.6%
St. Galler KB	0.9x	14.8x	61.4%	6.3%
Thurgauer KB	0.8x	13.7x	55.8%	5.8%
Valiant	0.7x	12.4x	61.3%	5.8%
Durchschnitt	1.1x	15.3x	56.7%	6.8%

*Cost/Income-Ratio inkl. Abschreibungen

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Swot-Analyse

Stärken

- Überdurchschnittliche Kapitalausstattung
- Gute Kosten- und Risikokontrolle
- Vorausschauendes und konservatives Management
- Relativ geringe Abhängigkeit von kurzfristigen Marktschwankungen
- Staatsgarantie und solides Rating (ZKB-Schuldnerating AA).

Chancen

- Kapitalstärke ermöglicht Flexibilität bei Kapitalmassnahmen
- Weiterer Ausbau der v.a. auf Schweizer Kunden ausgerichteten und damit gut positionierten Privatbanktöchter
- Ergebnis würde von einer Verbesserung des Umfelds stark profitieren (Zinsen, Märkte)

Unternehmensbeschreibung

Die Graubündner Kantonalbank ist eine mittelgrosse Kantonalbank. Das Stammhaus ist auf das Privat- und Firmenkundengeschäft im Kanton Graubünden fokussiert. Daneben besitzt die GKB einen Private-Banking-Arm über die Beteiligungen an der Privatbank Bellerive (Beteiligung von 62.5%, verwaltete Vermögen von rund CHF 4.5 Mrd, domiziliert in Zürich) und der Private Client Bank (Beteiligung von 50%, AuM von etwa CHF 3.2 Mrd, ebenfalls in Zürich). Der Kanton Graubünden hält 85% des Kapitals der GKB.

Schwächen

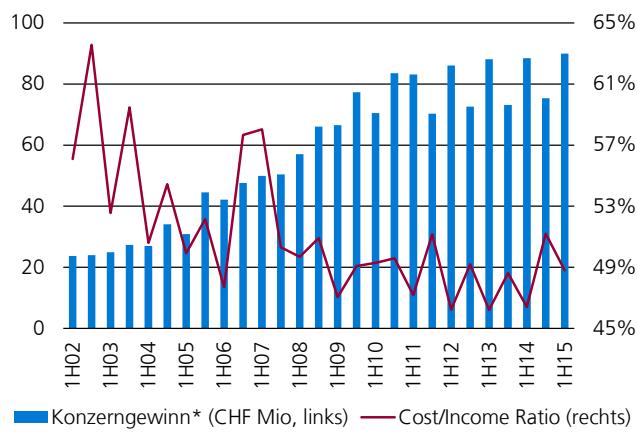
- Hohe Abhängigkeit vom Zinsumfeld (über 60% der Erträge)
- Handelsvolumen des Partizipationsscheins ist klein
- Möglichkeit von Kostenreduktionen nimmt ab
- Wachstum im Kanton erscheint derzeit ausgereizt

Risiken

- Vermögensabflüsse im Stammhaus der GKB aufgrund steuergesetzlicher Veränderungen
- Rückgang der Immobilienpreise in überhitzten Regionen im Kanton Graubünden
- Einbruch der Gesamtwirtschaft im Kanton Graubünden mit der Folge höherer Kreditausfälle

Quelle: Zürcher Kantonalbank

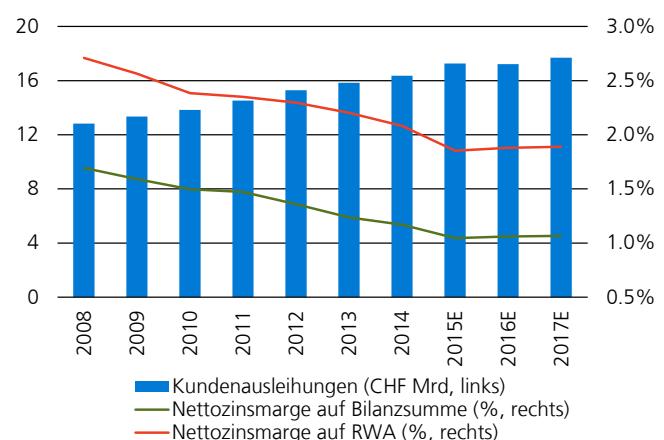
Gewinn- und Effizienzsentwicklung



*nicht adjustiert, vor Minderheiten

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Entwicklung von Kreditbuch und Zinsmarge



Quelle: Zürcher Kantonalbank

Finanzzahlen

Graubündner Kantonalbank	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Bilanz in CHF Mio						
Bilanzsumme	19 364	20 001	20 591	21 473	21 507	22 036
– Veränderung in %	8.36%	3.29%	2.95%	4.28%	0.16%	2.46%
Eigenkapital	2 097	2 182	2 267	2 314	2 389	2 469
– Veränderung in %	4.20%	4.03%	3.91%	2.08%	3.24%	3.35%
BIZ Tier 1 Ratio in %	18.4%	18.9%	18.9%	18.3%	18.9%	19.1%
Kundenausleihungen	15 296	15 840	16 365	17 266	17 217	17 700
– Veränderung in %	5.28%	3.56%	3.31%	5.50%	-0.28%	2.81%
– Risikokosten in %	0.05%	0.06%	0.04%	0.04%	0.05%	0.05%
Kundenvermögen (AuM) in CHF Mrd						
Total Kundenvermögen	28.3	29.5	30.2	31.1	32.2	33.3
– Veränderung in %	3.57%	4.15%	2.19%	3.16%	3.57%	3.45%
Erfolgsrechnung in CHF Mio						
Nettozins ertrag	253.2	243.6	237.4	220.0	228.0	232.0
– Veränderung in %	-1.4%	-3.8%	-2.6%	-7.3%	3.6%	1.8%
– in % Geschäftsertrag	64.6%	63.0%	62.2%	61.6%	61.8%	61.5%
Nettoprovisionsertrag	109.4	113.1	113.2	105.0	109.0	112.0
– Veränderung in %	3.3%	3.4%	0.1%	-7.2%	3.8%	2.8%
– in % Geschäftsertrag	27.9%	29.3%	29.7%	29.4%	29.5%	29.7%
Nettohandelertrag	19.7	18.8	19.7	22.0	22.0	23.0
– Veränderung in %	-9.14%	-4.48%	4.88%	11.54%	0.00%	4.55%
– in % Geschäftsertrag	5.0%	4.9%	5.2%	6.2%	6.0%	6.1%
Übriger ordentlicher Ertrag	9.7	11.0	11.5	10.0	10.0	10.0
– in % Geschäftsertrag	2.46%	2.86%	3.00%	2.80%	2.71%	2.65%
Gesamtgeschäftsertrag	391.9	386.6	381.8	357.0	369.0	377.0
– Veränderung in %	1.87%	-1.35%	-1.24%	-6.49%	3.36%	2.17%
Betriebliche Kosten inklusive Abschreibungen	-194.6	-183.3	-186.2	-181.0	-183.0	-185.0
– Veränderung in %	-1.10%	-5.81%	1.58%	-2.77%	1.10%	1.09%
– Cost/Income Ratio in %	49.7%	47.4%	48.8%	50.7%	49.6%	49.1%
Wertberichtigungen und Rückstellungen	-8.4	-9.2	-6.6	-7.0	-8.0	-9.0
Betriebsergebnis	189.0	194.1	189.0	169.0	178.0	183.0
– Veränderung in %	1.4%	2.7%	-2.7%	-10.6%	5.3%	2.8%
Zuweisung an die Reserven für allgemeine Bankrisiken	-29.2	-31.2	-22.7	-16.8	0.0	0.0
Saldo sonstige ausserordentliche Posten	1.9	1.9	0.0	16.8	0.0	0.0
Steuern	-2.9	-3.5	-2.5	-3.0	-3.0	-3.0
Konzerngewinn vor Minderheiten	158.7	161.3	163.8	166.0	175.0	180.0
Minderheiten	-5.4	-5.0	-4.9	-5.0	-5.0	-5.0
Reingewinn	153.3	156.3	158.9	161.0	170.0	175.0
– Veränderung in %	2.5%	2.0%	1.7%	1.3%	5.6%	2.9%
Adjustierter Reingewinn	182.5	187.5	181.6	161.0	170.0	175.0
– Veränderung in %	-0.7%	2.7%	-3.2%	-11.3%	5.6%	2.9%
– EK-Rendite (Return on Equity) adjustiert in %	8.9%	8.8%	8.2%	7.0%	7.2%	7.2%
– Nettozinsmarge in %	1.4%	1.2%	1.2%	1.0%	1.1%	1.1%
Bewertungskennzahlen						
KGV	20.3	20.9	23.6	22.4	21.7	
Preis/Buchwert	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5	
Preis/Buchwert (ohne Goodwill/Immaterielle)	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5	
Dividendenrendite	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Daten pro Partizipationsschein in CHF						
Eigenkapital	838.9	872.7	906.8	925.7	955.7	987.7
Eigenkapital (ohne Goodwill/Immaterielle)	838.9	872.7	906.8	925.7	955.7	987.7
Reingewinn	61.3	62.5	63.6	64.4	68.0	70.0
– Veränderung in %	2.5%	2.0%	1.7%	1.3%	5.6%	2.9%
Adjustierter Reingewinn	73.0	75.0	72.6	64.4	68.0	70.0
– Veränderung in %	-0.7%	2.7%	-3.2%	-11.3%	5.6%	2.9%
Dividende	38.0	38.0	38.0	38.0	38.0	38.0
Ausschüttungsquote in %	62.0%	60.8%	59.8%	59.0%	55.9%	54.3%
Kapitalstruktur	Nennwert	Anzahl PS	Börsenkap.	Free Float	TK-Symbol	Val.-Nr.
Partizipationsscheine	CHF 1 000	750 000	CHF 1 140 Mio	100%	GRKP	134 020

Quelle: Zürcher Kantonalbank

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 Monate erwartete Gesamtrendite (Total Return), welche sich zusammensetzt aus der Kursperformance der Aktie (Kursgewinn oder -verlust) zuzüglich der Ausschüttungen (z.B. Dividenden). Im Vergleich zur erwarteten Gesamtrendite der Benchmark wird bei «Übergewichten»-Einstufungen eine deutlich höhere, bei «Marktgewichten»-Einstufungen eine vergleichbare (+/-5%) und bei «Untergewichten»-Einstufungen eine deutlich tiefere Gesamtrendite 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 verbieten. 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 Bezug eines Beraters die Informationen in Bezug auf ihre Vereinbarkeit mit seinen persönlichen Verhältnissen, auf juristische, regulatorische, steuerliche und andere Konsequenzen zu prüfen. Das vorliegende Dokument ist das Ergebnis einer Finanzanalyse und unterliegt folglich den von der Schweizerischen Bankiervereinigung herausgegebenen «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse».

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 within must not be distributed and or redistributed, 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.