

Daily Market Opinion

Aktien Schweiz

11. November 2013

SLI – Tagesgewinner

Gesellschaft	Kurs in CHF	— Veränderung —	
		absolut	in %
SWISS LIFE HDG	179.90	5.00	2.86
TRANSOCEAN (SWX)	48.36	1.13	2.39
ADECCO R	70.15	1.20	1.74
SWISS RE	82.75	1.30	1.60
ZURICH INSURANCE	249.90	1.50	0.60
SGS N	2080.00	10.00	0.48
NOVARTIS R	70.95	0.30	0.43
ACTELION	73.55	0.30	0.41
ROCHE HDG	251.70	0.90	0.36
UBS R	16.75	0.05	0.30

Quelle: Datastream

SPI ex SLI – Tagesgewinner

Gesellschaft	Kurs in CHF	— Veränderung —	
		absolut	in %
LOEB P	200.00	20.00	11.11
KUDELSKI B	13.65	0.75	5.81
ALPHA PETROVISION	0.21	0.01	5.00
SWISSLOG HDG	1.14	0.05	4.59
COSMO PHARMACEUTICA	70.45	3.05	4.53
EDISUN POWER	28.00	0.95	3.51
BARRY CALLEBAUT	1034.00	34.00	3.40
SCHMOLZ+BICKENBACH	1.23	0.04	3.36
ORASCOM DEV.HDG	15.50	0.50	3.33
MIKRON R	5.63	0.18	3.30

Quelle: Datastream

SLI – Tagesverlierer

Gesellschaft	Kurs in CHF	— Veränderung —	
		absolut	in %
DUFREY R	148.20	-3.10	-2.05
JULIUS BAR GRUPPE	42.47	-0.63	-1.46
THE SWATCH GRP	567.50	-7.50	-1.30
CREDIT SUISSE	26.73	-0.21	-0.78
SYNGENTA	361.80	-2.70	-0.74
RICHEMONT N	92.35	-0.65	-0.70
SCHINDLER P	128.70	-0.80	-0.62
ABB R	23.11	-0.12	-0.52
KUEHNE+NAGEL	112.50	-0.50	-0.44
SWISSCOM R	471.40	-1.60	-0.34

Quelle: Datastream

SPI ex SLI – Tagesverlierer

Gesellschaft	Kurs in CHF	— Veränderung —	
		absolut	in %
SCHLATTER R	148.00	-11.90	-7.44
CHAM PAPER GRP	228.00	-14.00	-5.79
CYTOS BIOTECHNOLOGY	3.59	-0.14	-3.75
BANQUE CANTON	488.00	-16.50	-3.27
ALSO HDG	47.50	-1.50	-3.06
GRPE MINOTERIES	320.00	-10.00	-3.03
SCHAFFNER	245.50	-7.50	-2.96
INTL.MINERALS	2.37	-0.07	-2.87
VALARTIS GRP I	18.00	-0.50	-2.70
BOSSARD B	183.80	-5.00	-2.65

Quelle: Datastream

¹ Analyst hält Wertpapiere des Unternehmens.

² Die Zürcher Kantonalbank hat in den letzten 12 Monaten an Kapitalmarkttransaktionen des Unternehmens mitgewirkt.

³ Die Zürcher Kantonalbank hält gemäss der letzten Meldung über 10% an Aduno, über 5% an der Banque Cantonale du Jura und über 3% an Valiant.

Julius Bär (BAER)

Einstufung:

Val.-Nr.: N: 10 248 496
Analyst: Andreas Brun

Marktgewichten

Kurs: CHF 43.47
+41 44 292 30 02

in CHF	2012	2013E	2014E
GpA (adj.)	2.14	2.44	2.64
KGV	20.3x	17.8x	16.5x
Dividende	0.60	0.60	0.60

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Nach Europa könnte Asien dem Bären zu schaffen machen

Fakten

Vorschau IMS per Ende Oktober 2013

In CHF Mio	ZKB-E	Δ in % vs. Vj
AuM	248	+32.6%

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Beurteilung

Die von Julius Bär verwalteten Vermögen per Ende Oktober schätzen wir auf CHF 248 Mrd (CHF 217.7 Mrd per Ende Juni). Das Wachstum wird stark getrieben durch die Integration von weiteren IWM-Ländereinheiten. Im Juli kamen CHF 22 Mrd dazu. Davon machten die IWM-Einheiten in Israel und Spanien einen kleinen Teil aus, während der grösste Anteil aus Grossbritannien stammt. Bis zum Stichtag Ende Oktober rechnen wir ausserdem mit einem ersten Vermögensübertrag aus den asiatischen IWM-Einheiten (wobei der Löwenanteil in einer gestaffelten Übertragung bis Ende März 2014 noch folgt; insgesamt schätzungsweise CHF 25-27 Mrd). Während sich die Währungsperformance deutlich negativ ausgewirkt haben dürfte (v.a. gesunkener USD), gehen wir davon aus, dass sie wegen des starken Anstiegs der Aktienmärkte von der Marktpformance überkompensiert worden ist. Die Erwartungen zum Nettoneugeldwachstum sind verhalten. Dies ist auf den weiteren erwarteten Abfluss von Offshore-Geldern wegen des anhaltenden Steuerdrucks zurückzuführen. 2013 rechnen wir mit einer für Julius Bär niedrigen Neugeldwachstumsrate von 3.5% (Guidance: unteres Ende des mittelfristigen Zielbandes von 4-6%).

Bei der Bruttomarge rechnen wir aus zwei Gründen mit einem deutlichen Rückgang von 101.8 Bp im 1. Halbjahr 2013 auf 99 Bp nach zehn Monaten. Erstens drückt der höhere Anteil der tiefermargigen IWM-Einheiten die Bruttomarge nach unten. Zweitens haben die Konkurrenzausweise (u.a. CS und UBS) eine klar negative Tendenz beim transaktionsorientierten Teil der Marge erfahren (v.a. wegen einer niedrigeren Kundenaktivität in Asien).

Fazit

Die IWM-Integration ist der Haupteinflussfaktor im 2. Halbjahr 2013. Wir gehen davon aus, dass Julius Bär seine Integrationsziele erreicht. Es lässt sich jedoch noch immer nicht abschätzen, wie hoch die Kosten dafür sind.

Richemont (CFR)

Einstufung: alt: Marktgewichten

Val.-Nr.: N: 21 048 333
Analyst: Patrik Schwendimann

neu: Übergewichten

Kurs: CHF 92.35
+41 44 292 22 21

in EUR	2012/13	2013/14E	2014/15E
GpA alt	3.59	3.81	4.20
GpA neu	3.59	3.72	4.20
KGV	21.2x	20.1x	17.8x
Dividende in CHF	1.00	1.10	1.30

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Negative News sind auf dem Tisch, Hochstufung auf „+“

Fakten/Beurteilung

Wir haben Richemont am 12.9.13 auf „Marktgewichten“ zurückgestuft vor dem Hintergrund der starken Kursentwicklung und den Margenrisiken im Hinblick auf das 1. Halbjahr. Die Aktien hat seither mit einem Kursanstieg von 1% gegenüber dem SPI eine um 2% (inkl. Dividende 1%) schlechtere Kursentwicklung aufgewiesen. Die negativen News sind nun auf dem Tisch, Richemont musste wie von uns erwartet für das 1. Halbjahr (per Ende September) einen Margenrückgang hinnehmen ausgehend von der Rekordmarge der Vorjahresperiode. Gleichzeitig ist Richemont jedoch stärker als von uns erwartet in das 2. Halbjahr gestartet mit einem Umsatzanstieg von 12% in Lokalwährungen im Oktober. Die Vorjahresbasis ist im Nov./Dez. sogar noch tiefer mit +4% in Lokalwährungen nach +7% im Oktober, weshalb sogar noch eine Wachstumsbeschleunigung drin liegt. Wir gehen aktuell noch von einem negativen Währungseffekt von -4.7% für das 2. Halbjahr aus, falls die jüngste USD-Erholung jedoch anhält, ist diese Schätzung zu vorsichtig. Richemont dürfte spätestens im neuen Geschäftsjahr vom tieferen Goldpreis profitieren, weshalb dann wieder die Rückkehr zu einem zweistelligen Gewinnwachstum gelingen sollte. Zudem hat Richemont im 1. Halbjahr die zweithöchste EBIT-Marge der Geschichte ausgewiesen trotz starkem Währungsgegenwind und den Problemen bei einigen Marken. Vor allem der aktuell schwach abscheidenden Schreibwarenmarke Montblanc trauen wir mittel- bis langfristig wieder eine deutlich höhere Marge zu dank dem neuen CEO.

Fazit

Unser DCF-Modell signalisiert einen fairen Wert von CHF 104 je Aktie oder 13% über dem aktuellen Aktienkurs. Mit einem 12-Monate-KGV von 18.5x weist Richemont eine Prämie von 6% zum historischen KGV auf und ist damit wie Swatch Group (16.6x ebenfalls 6% Prämie zum historischen KGV, Übergewichten) und LVMH (17.4x, Übergewichten) verglichen mit anderen Qualitätsaktien attraktiv bewertet. Wir stufen Richemont wieder von „Marktgewichten“ auf „Übergewichten“ hoch.

Sulzer (SUN)

Einstufung:

Val.-Nr.: N: 3 838 891
Analyst: Armin Rechberger

Marktgewichten

Kurs: CHF 141.00
+41 44 292 39 51

in CHF	2012	2013E	2014E
GpA alt	9.03	7.39	8.44
GpA neu	9.03	7.30	8.35
KGv	15.6x	19.3x	16.9x
Dividende	3.20	2.60	2.90

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Sulzer begibt sich auf eine lange Reise...

Fakten

Am diesjährigen Capital Market Day stellte Sulzer die beabsichtigte erste Phase der Reorganisation vor. Um den Endausbau zu erreichen sind noch weitere, kleinere Schritte nötig.

Beurteilung

Die gesamte Reorganisation dürfte sich über mindestens 2 bis 3 Jahre hinziehen. Diese wird die Margen belasten, wird aber auch bereits im kommenden Jahr erste Früchte zeitigen. Die heute autonom operierenden Divisionen sollen in eine zentraler geführte Struktur überführt werden. In einer ersten Phase mit einer regionalen Ausrichtung, in der zweiten mit einer Fokussierung auf die drei Endmärkte Öl und Gas, Energie (Versorger) und Wasser. Damit sollen diese Märkte intensiver bearbeitet werden. Innerhalb der Division Pumps wird der Bereich Wasser stärker herausgeschält. Das Servicegeschäft wird, ausser beim Bereich Wasser, wo es sich fast ausschliesslich um Ersatzlieferungen und nicht um Reparaturen handelt, aus Pumps herausgelöst und mit der bestehenden Servicedivision Turbo Services zusammengelegt. Chemtech mit der bereits bestehenden Fokussierung auf die Endmärkte bleibt praktisch unverändert bestehen. Das Interesse an der zum Verkauf stehenden Division Metco sei sehr gross. Der beabsichtigte Terminplan (Verkaufsabschluss 1. Quartal 2014) gilt weiterhin, man wolle aber einen guten Preis lösen und sich nicht drängen lassen. Für Akquisitionen sollen alle Möglichkeiten geprüft werden. Erst wenn keine geeigneten Objekte gefunden werden, will man eine (teilweise) Ausschüttung oder einen Aktienrückkauf in Erwägung ziehen.

Ausblick

Der Ausblick für 2013 (Leicht höherer Auftragseingang, Umsatz auf Vorjahreshöhe, EBIT-Marge nach Einmal- Restrukturierungskosten mindestens 8%) bleibt unverändert. Für 2014 werden noch keine Prognosen gewagt. Die neuen Mittelfristziele werden ebenfalls später bekannt gegeben.

Fazit

Die Logik hinter dem Verkauf von Metco verbirgt sich für uns nach wie vor. Die Reorganisation würdigen wir in der langen Frist als positiv. Diese braucht aber viel Zeit und ist mit allen Details kompliziert. Sie entspricht aber der Struktur vieler modern geführter, erfolgreicher Unternehmen.

Alpiq Holding AG (ALPH) ²

Einstufung: alt: Übergewichten

Val.-Nr.: N: 3 438 970
Analyst: Sven Bucher

neu: Marktgewichten

Kurs: CHF 120.10
+41 44 292 35 35

in CHF	2012	2013E	2014E
GpA alt	-38.4	8.08	7.08
GpA neu	-38.4	6.88	6.46
KGv	na	17.4x	18.6x
Dividende	2.00	2.00	2.00

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Transformation dauert länger - Umstufung

Fakten

Wir haben die Einstufung der Aktie am Freitag nach der Publikation der 9-Monatszahlen in Revision genommen und nun unsere Gewinnschätzungen für das laufende und die folgenden Jahre erneut reduziert. Wir haben (zu) lange an eine raschere Gewinnstabilisierung geglaubt. Auch hat sich das Marktumfeld trotz den jüngsten leichten Gegenbewegungen bezüglich der Strompreise weiter eingetrübt. Entsprechend stufen wir die Aktie trotz den Kursverlusten auf «Marktgewichten» zurück.

Beurteilung

Obwohl die Gesellschaft derzeit noch zu höheren Strompreisen gehedged ist, wirkt sich das schwierige Marktumfeld (Überkapazitäten und Preisdruck) bereits jetzt deutlich auf die Profitabilität aus. In den folgenden Jahren sollten die Kostensenkungen zwar dann zu einer gewissen Kompensation führen. Jedoch rechnen wir auch für 2014 mit einem weiteren EBITDA-Rückgang.

Mit einem EV/EBITDA 2014E von 8.2x ist Alpiq zwar günstiger bewertet als andere Stromproduzenten wie Fortum oder Verbund (>9x) jedoch teurer als viele integrierte Stromversorger wie E.ON, RWE, EDF, GDF etc. (zwischen 6 – 7.5x). Zudem weist die Gesellschaft im europäischen Umfeld eine tiefere Dividendenrendite aus. Solange sich die Strompreise nicht nachhaltig erholen, dürfte der Aktienkurs gedrückt bleiben.

Positiv ist die Entwicklung der Nettoverschuldung, welche auch dank weiteren Devestitionen im 3. Quartal (letzte Tranche an der Romande Energie sowie die Beteiligung an der SES) im Umfang von rund CHF 185 Mio von CHF 2.2 Mrd zum Halbjahr auf CHF 2 Mrd reduziert werden konnte.

Fazit

Alpiq will zwar 2014 eine neue Strategie präsentieren, welche für zusätzliche Fantasie sorgen könnte. Jedoch sehen wir derzeit keinen einfachen Weg um Alpiq auf ein nachhaltig höheres Gewinnniveau zu führen. Auch andere Stromgesellschaften müssen ein neues Geschäftsmodell entwickeln, welches auf die Herausforderungen der Energiewende ausgerichtet ist. Wir favorisieren derzeit die BKW, welche kurzfristig ein stabileres Gewinnniveau aufweist. Aber auch hier sind die Risiken im Zusammenhang mit Kernkraftwerk Mühleberg überdurchschnittlich.

Zurich Insurance Group (ZURN)

Einstufung:

Val.-Nr.: N: 1 107 539
Analyst: Georg Marti

Marktgewichten

Kurs: CHF 249.90
+41 44 292 35 48

in CHF	2012	2013E	2014E
GpA	24.7	26.6	27.5
KGv	10.1x	9.4x	9.1x
Dividende	17.0	17.0	17.0

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Vorschau 9 Mte 2013-Abschluss (Do 14.11.13)

Fakten

9 Mte 2013-Kennzahlen (Schätzungen ZKB)

In USD Mio	ZKB-E	Δ in % vs. Vj
Bruttoprämien inkl. Policengebühren	41369	+2.2%
BOP	3496	+7.8%
Reingewinn	2970	+10.0%
Vorsteuergewinn Nichtleben	2446	+21.5%
Combined Ratio	96.6%	-1.0 Pp.
Vorsteuergewinn Leben	1517	na
Vorsteuergewinn Farmers	1084	+5.5%
Vorsteuergewinn Übrige	-799	-0.9%
Vorsteuergewinn Non-Core	30	na
Eigenmittel	31500	-8.7% YTD

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Beurteilung

Insgesamt ist für den 9 Mte-2013-Abschluss ein solides Kennzahlenset zu erwarten. Dies gilt v.a. für das operative Geschäft, das aufgrund weggefallender Sondereffekte aus dem VJ teilweise deutlich bessere Kennzahlen zeigen sollte. Dies trifft insbesondere auf die Nichtlebensversicherung zu, die im VJ u.a. durch eine Reservenerhöhung in Deutschland (Q3: USD 426 Mio, 2.0 CR-Pp.-Belastung) negativ gekennzeichnet war. Aus dem Q3 13 sollten aber auch Belastungen aus Naturereignissen resultieren. Dabei wird die Zurich Insurance voraussichtlich ebenfalls massgeblich vom Juli-Hagel über Westeuropa (v.a. Deutschland) betroffen sein. Obwohl dazu bisher keine konkreten Angaben gemacht wurden, ist ein dreistelliger Mio-Betrag gut möglich zu erwarten (so wie teilweise bei Konkurrenten). Die Lebensversicherung wird aufgrund der unvorteilhaften Finanzmarktverhältnisse (tiefe Zinsen) weiterhin schwierig bleiben. Aus der Akquisition des JV mit Santander sollte jedoch zunehmend ein zusätzlicher positiver Ergebnisbeitrag resultieren. Bei Farmers ist insgesamt mit einer moderaten Ergebnisverbesserung zu rechnen. Übrige und Non-Core sollten keine Auffälligkeiten zeigen. Die Eigenmittelsituation wird weiterhin solid ausfallen (inkl. guter Solvenzkenzahlen).

Fazit

Der 9 Mte-2013-Abschluss sollte keine grossen Überraschungen zeigen. In personellen Belangen könnte die definitive Neubesetzung der CFO-Position angekündigt werden.

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 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 © 2013 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.