

Vontobel sind einen Kauf wert

SCHWEIZ Die Vermögensverwalterin ist diversifiziert und erfolgreich unterwegs. Auch wenn der Markt dreht – langfristig bleiben die Aktien interessant.

Vontobel



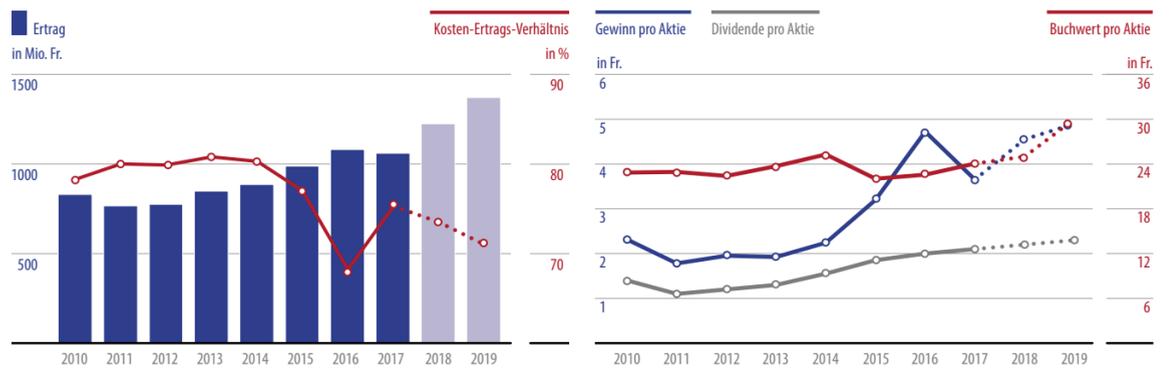
Aktienkennzeichen	2016	2017	2018A	2019A
Gewinn je Aktie in Fr.	4.72	3.65	4.55	4.90
Dividende	2.00	2.10	2.20	2.30

Geschäftsjahr	Jan. bis Dez.
Börse	SIX Swiss Exchange
Kategorie	Namensaktien
Valor	1233554
Börsenkürzel	VONN
Börsenwert	3315.70 Mio. Fr.
Aktienkapital eingeteilt in	56.88 Mio. Fr. / 56.86 Mio. Na à 1.00 Fr. nom.

Bedeutende Aktionäre
Aktionärsbindungsvertrag Vontobel-Stiftung, Pellergrinus Holding, Vontrust, Advontes, K. Kobel-Vontobel (zusammen 50,7%)

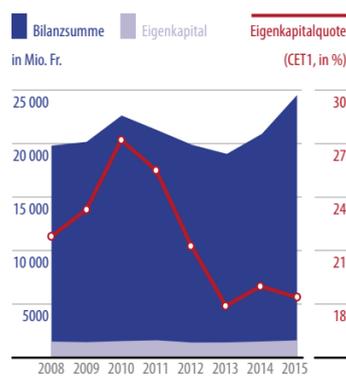
+/- Erfolgsrechnung

Auf Vontobel ist Verlass. Seit 2011 steigerte die Vermögensverwalterin Ertrag und Gewinn fast ausnahmslos, während sie die Kosten im Griff behielt. So wurde sie schrittweise effizienter. Vontobel unterstreicht die Wachstumsambitionen mit dem Ziel, bis 2020 den Ertrag jährlich 4 bis 6% steigern zu wollen, sprich, über dem Markt zu wachsen. Die Bank beweist zudem regelmässig, dass auch Akquisitionen zur Wachstumsstrategie gehören. Das verspricht langfristig die Fortführung der progressiven Dividendenpolitik.



Bilanz

Vontobel ist seit jeher gut kapitalisiert, aktuell mit einer Kernkapitalquote von rund 19%. So kam die Bank selbst in der Finanzkrise nie in Verlegenheit, frisches Kapital aufnehmen zu müssen. Im Gegenteil konnte Vontobel ihr Aktienkapital sogar verdichten und hatte stets genügend trockenes Pulver, um auf Übernahmen zu lauern. Damit die Kapitalquoten auf hohem Niveau bleiben, emittierte Vontobel nach dem Kauf der Privatbank Notenstein La Roche (Preis: 700 Mio. Fr.) in diesem Jahr eine Tier-1-Anleihe.

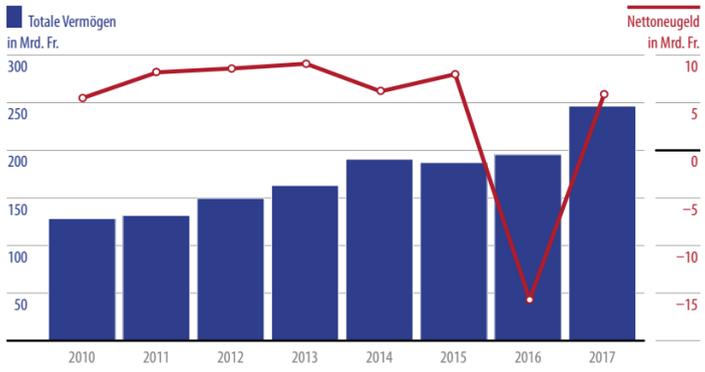


Rentabilität

Von den herausragenden Werten vor der Finanzkrise ist zwar auch die Eigenkapitalrendite (EKR) Vontobels entfernt, doch der Wert von aktuell 14% kann sich durchaus sehen lassen. Anders als viele andere Schweizer Banken verdient Vontobel nicht nur ihre Eigenkapitalkosten (der geschätzte Durchschnitt für eine Privatbank liegt um 9%), sie schafft darüber hinaus auch effektiven Mehrwert für ihre Aktionäre. Die Bank unterstreicht diese Ambition mit dem Ziel die EKR auch in Zukunft bei über 14% halten zu wollen.



Verwaltete Vermögen



Regelmässig vermeldet Vontobel neuen Rekordstand bei den Kundengeldern. Dennoch wurde der Vermögensverwalterin lange vorgeworfen, im Vergleich mit manchen Wettbewerbern zu zaghaft bei der Konsolidierung des Privatbankensmarkts aufzutreten, sprich weniger häufig und in kleinerem Masse Kundengelder hinzuzukaufen. Mit der Übernahme von Notenstein La Roche sind die Kritiken verstummt. 2018 dürften durch die Übernahme nochmals rund 16 Mrd. Fr. zum Bestand hinzugekommen sein.

Bewertung



Im Vergleich zur eigenen Historie und zur Konkurrenz sind die Titel nicht günstig bewertet, das sind sie allerdings schon lange nicht mehr. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 12 (2019) und einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 2 liegen die Aktien nach der jüngsten Marktkorrektur allerdings wieder im Schnitt der kotierten Schweizer Vermögensverwalter. Zudem sind nach der diesjährigen Übernahme von Notenstein La Roche weitere Avancen in den Valoren gerechtfertigt. Die Dividendenrendite liegt mit 3,6% über dem breiten Markt. Die Titel sind einen Kauf wert.

VALENTIN ADE

Da legt Vontobel seit Jahren zuverlässig an Ertrag und Gewinn zu. Doch der Chef der Vermögensverwalterin, Zeno Staub, wird nicht müde, den Mahnfinger zu heben – selbst im Börsenboomjahr 2017. Der wirtschaftliche Aufschwung ist in die Jahre gekommen, so stets Staubs Tenor, die Volatilität wird zurückkehren, Turbulenzen werden wieder zur Normalität. Prompt ist die Hausse dieses Jahr ins Stottern geraten.

Der Schweizer Leitindex SMI steht seit Jahresanfang derzeit mit rund 5% im Minus, die Zentralbanken der Welt bereiten das Ende der ultralockeren Geldpolitik vor, die USA und China liefern sich einen Handelsstreit, und positive konjunkturelle Impulse sind Mangelware. Es ist ein kritisches Umfeld, das an Vontobel nicht spurlos vorbeigehen wird. Ein Einbruch an den Märkten drückt auf die verwalteten Vermögen von Privatbanken, mit denen sie ihr Geld verdienen.

Die Scharfe ausgewetzt

Vontobel ist mit ihrem grössten Standbein (vgl. Grafiken) ein überzeugt aktiver Asset-Manager. Den Markt langfristig zu schlagen, schaffen aber nur die wenigsten, und auch der Trend hin zu passiven Anlageprodukten spielt gegen Vontobel. Auf der anderen Seite muss man anerkennen, Vontobel hat sich mit ihrer Boutique-Strategie im Asset Management in den vergangenen Jahren ansehnlich diversifiziert. Vor nicht allzu langer Zeit dominierten lu-

krative, aber eben auch anfällige Schwellenländerinvestments durch die mächtige Quality-Growth-Boutique. Zieht sich Kapital aus den Schwellenländern zurück, etwa weil wegen steigender Zinsen die entwickelten Märkte wieder attraktiver werden, leidet Quality Growth. Zudem materialisierte sich 2016 ein sogenanntes Key Man Risk, als der Chef von Quality Growth und bestbezahlte Angestellte Vontobels, Rajiv Jain, bei seinem Abgang zugleich für einen Abfluss von Milliarden an Kundengeldern sorgte.

Diese Scharfen sind mittlerweile ausgewetzt. Mehr noch, das zweite Standbein die Vermögensverwaltung für reiche Privatkunden, lange Zeit das Sorgenkind im Hause Vontobel, konnte 2018 auftrumpfen. Mit dem Kauf der Privatbank Notenstein La Roche von Raiffeisen für 700 Mio. Fr. kamen auf einen Schlag rund 16 Mrd. Fr. an Kundengeldern zu Vontobel. In Re-

kordzeit wurde Notenstein auf die Vontobel-Plattform migriert. Wie viel Vermögen die Privatbank am Ende genau aus Notenstein überführen konnte, wird sich aber erst im Abschluss 2018 zeigen. Darin dürften auch etwaige Reibungsverluste sichtbar werden, die ein solcher Integrationsprozess mit sich bringen kann.

Fest in Familienhand

Zögerlichkeit bei Übernahmen lässt sich Vontobel zumindest nicht mehr vorwerfen. Die Privatbank schien lange an der Seitenlinie zu stehen, während Konkurrenten wie Julius Bär oder EFG in grossem Stile auf Einkaufstour gingen und aktiv an der Konsolidierung des Vermögensverwaltungsmarktes teilnahmen. Der Vorwurf des Zauderns war in der Vergangenheit aber auch nicht immer gerechtfertigt. Punktuell hat Vontobel noch fast in jedem

Jahr zugekauft. Dieses Jahr kam nach Notenstein noch ein kleines US-Portfolio von Wettbewerber Pictet in die Bank. Doch macht das Management unter CEO Staub und Verwaltungsratspräsident Herbert Scheidt stets klar: Transformative Übernahmen wird es nicht geben. Sprich: Zukäufe werden nie derart gross ausfallen, dass die Vontobel-Kultur Gefahr läuft, dadurch verändert zu werden oder gar zu verschwinden.

Dafür steht allein schon das Aktionariat der Familienbank. Über die Hälfte der Vontobel-Aktien ist in der Hand des gleichnamigen Clans. Die vielköpfige Familie ist durch verschiedene juristische Konstrukte zusammenschweisst und kennt ihre Konfliktlösungsstrategien, sollte es einmal zu einem Zerwürfnis kommen. Beim jetzigen Geschäftsverlauf hat Vontobel Übernahmen jenseits der Grösse von Notenstein aber auch nicht nötig. Or-

ganisch wächst die Vermögensverwalterin beständig, untermauert dies mit einem Wachstumsziel für Ertrag und Nettoeuegeld von 4 bis 6% jährlich. Die Effizienz lässt das Management dabei nicht ausser Acht, das Kosten-Ertrags-Verhältnis liegt unter 75% und soll sich weiter auf gesundem Niveau bewegen.

Starke Plattformen

Wachstumsfantasien bleiben dennoch nicht auf der Strecke. Mit ihren strukturierten Produkten (Financial Products) innerhalb des dritten Standbeins, der Investmentbank, ist Vontobel in kurzer Zeit in die Riege der Top-fünf-Anbieter in Europa und in Asien unter die Top zehn aufgestiegen. Punkto Vorsteuergewinn hat die Investmentbank im vergangenen Jahr das Private Banking überholt.

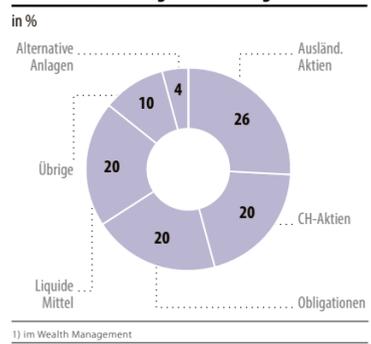
Vontobel setzt dabei konsequent auf digitale Plattformen. Der Anleger kann sich heute genau das Derivat zusammenstellen, das seinen Investitionsbedürfnissen entspricht, was auf der anderen Seite aber auch die Kosten in den vergangenen Jahren massiv gesenkt hat. Ein Anbieter braucht also auch eine gewisse Grösse, um im Geschäft profitabel zu sein.

Auch wenn sich die konjunkturellen Aussichten eintrüben werden, Vontobel scheint mit ihrem diversifizierten, unaufgeregten Geschäft gut aufgestellt. Unter den Aktien von Schweizer Vermögensverwaltern sind Vontobel seit Jahren eine sichere Wette und aktuell nicht überteuert. Für langfristig orientierte Anleger sind sie nach wie vor einen Kauf wert.

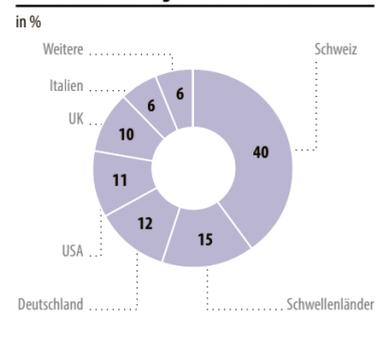
Gewinn vor Steuern nach Segmenten¹



Verwalteten Vermögen nach Anlageklassen¹



Verwalteten Vermögen nach Kundendomizil



¹) Geschäftsjahr 2017
 Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters / Grafik: mta

¹) im Wealth Management
 Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters / Grafik: mta

Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters / Grafik: mta

Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters, fuv.ch/aktienfuehrer / Grafik: mta