

# Wanderer zwischen zwei Welten

*LIECHTENSTEINISCHE LANDESBANK/Staatseigentum ist kein Hindernis für Profitabilität: Die den Schweizer Kantonalbanken noch bevorstehenden Strukturveränderungen hat die Liechtensteinische Landesbank bereits erfolgreich hinter sich gebracht.*

Günter R. Käser

Seit Jahren erzielt die Liechtensteinische Landesbank eine Eigenkapitalrendite (ROE) von deutlich über 10%. Auf der Basis der ausgewiesenen Zahlen 1995 waren es 13,7% – ein Wert, der weder von Vermögensverwaltungsbanken wie Bär mit 10,7% und den Grossbanken SBG und SBV mit 7,1 resp. 7,9% erreicht wurden. Einzig die am ähnlichsten gelagerte Zuger Kantonalbank erreicht 13,6%. Es liegt der Schluss nahe, dass die Liechtensteinische Landesbank nur einen Teil ihrer Ertragskraft im Geschäftsbericht offenlegt. Die Abschreibungen und Rückstellungen erreichen einen hohen Wert mit 76 Mio Fr. bzw. rund 0,8% der Bilanzsumme, verglichen mit 0,4% bei der Zuger Kantonalbank und 0,5% resp. 0,6% bei den Grossbanken SBG und SBV. Im vergangenen Jahr entfielen 56 Mio Fr. auf als eigene Mittel zugerechnete Rückstellungen für allgemeine Bankrisiken und auf nicht zweckgebundene Rückstellungen für allgemeine Risiken. In den vergangenen drei Jahren wurden diesen Positionen gesamthaft 173 Mio Fr. zugewiesen. Angesichts der Tatsachen, dass Liechtenstein von der Immobilienkrise weitgehend verschont geblieben ist und dass die Kreditausleihungen ohne Deckung lediglich 63 Mio Fr. betragen, sind diese Rückstellungen zu einem grossen Teil nicht notwendig und weisen Gewinncharakter auf. Vereinfachend gehen wir davon aus, dass mittelfristig ein Abschreibungs- bzw. Rückstellungssatz von 0,25 bis 0,30% der Bilanzsumme den Geschäftsrisiken angemessen Rechnung trägt. Auf international vergleichbarer Basis beträgt der Gewinn der Liechtensteinischen Landesbank für 1995 somit 110 bis 120 Mio Fr. Andererseits sind zum ausgewiesenen Eigenkapital von 480 Mio Fr. die Rückstellungen für allgemeine Bankrisiken von 310 Mio Fr. zuzurechnen. In der Folge errechnet sich ein ROE von



Die Liechtensteinische Landesbank ist ein Kronjuwel des Fürstentums Liechtenstein: Das zu 84% im Staatsbesitz stehende Institut brilliert durch rekordhohe Eigenkapitalrenditen.

knapp 15% – für eine stark im bilanzwirksamen Geschäft verankerte Bank im schweizerischen Vergleich ein Spitzenwert.

## Renditeträchtiges Umfeld

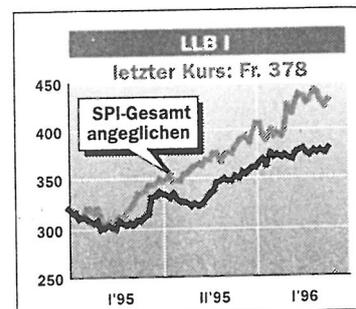
Das Umfeld im Fürstentum ist ein Faktor für die hohe Rentabilität. So gestaltet sich die Situation am Immobilienmarkt im Fürstentum weit besser, und das Bankensystem profitiert traditionell von einem grosszügigen Zufluss an Kundengeldern. Die Möglichkeiten von Ausleihungen an Kunden sind begrenzt, so dass ein Teil dieser Gelder im zinsensibleren Interbank-Geschäft angelegt wird. Auch die VP Vaduz und vor allem die LGT/Bank in Liechtenstein (Stammhaus) weisen mit 9,5% resp. knapp 15% ähnlich gute Leistungswerte auf. Beim Cash-flow pro Mitarbeiter liegt die Landesbank mit 376 000 Fr. aber weit vor der LGT/BiL mit 298 000 Fr. und der VP Vaduz mit 231 000 Fr. Die Zuger Kantonalbank, eine der erfolgreicheren schweizerischen Kantonalban-

ken, erreicht gerade mal 125 000 Fr., obwohl auch sie über einen stabilen Heimmarkt und eine relativ starke Verankerung im Dienstleistungsgeschäft verfügt. Hier zeigt sich, dass es dem schweizerische Kantonalbankensystem nicht gelungen ist, strategische Erfolgspositionen aufzubauen. Um so unverständlicher muten die von verschiedener Seite portierten Pläne für einen regionalen Zusammenschluss der Kantonalbanken an. Hier wird schlicht übersehen, dass Grösse allein strategische Mängel nicht beseitigt.

Heute hält die Liechtensteinische Landesbank im inländischen Hypothekengeschäft einen Anteil von rund 50%. Neben Geschäftsstellen in Balzers, Eschen, Schaan und Triesenberg (zudem wird die Eröffnung einer Repräsentanz im süddeutschen Raum geprüft) wird das Retail-Geschäft seit Mitte 1995 durch Telebanking und eine eigene Homepage im Internet unterstützt. Das Wachstumspotential im Fürsten-

tum ist allerdings eng begrenzt. In den ersten fünf Monaten liegt der Ertrag im Zinsgeschäft über Budget, und leicht steigende Zinsen werden im Unterschied zu den schweizerischen Banken tendenziell zu einer Verbesserung der Zinsmarge führen.

Nach der stärker international ausgerichteten BiL liegt die Landesbank mit verwalteten Kundenvermögen von knapp 19 Mrd Fr. vor der VP Vaduz auf Platz zwei. Von den 19 Mrd Fr. entfallen 8,0 Mrd Fr. auf bilanzwirksame Kundengelder und 9,3 Mrd Fr. auf Kundendepots. Es dürfte sich da-



bei mehrheitlich um Privatkunden handeln. Nachdem sich die Landesbank nicht mit der Fondsgesellschaft Swissca der schweizerischen Kantonalbanken, sondern mit der Intrag der SBG liiert hat, profitiert man von der gesamten Breite des SBG-Fondsangebots. Durch das neue, vergleichsweise liberalere liechtensteinische Fondsgesetz könnten sich neue Möglichkeiten der Zusammenarbeit beispielsweise mit der Lancierung von Fonds unter liechtensteinischem Recht ergeben.

**Stille Schaffer**

Da die Kosten budgetkonform im einstelligen Prozentbereich zunehmen, zeichnet sich eine weitere Verbesserung des Ergebnisses ab. Ein Cash-flow von 150 bis 160 Mio Fr. müsste bei anhaltend guten Rahmenbedingungen zu erreichen sein, und der ROE könnte auf über 14% steigen. Was bremsst also den Kursanstieg der Inhaberaktie der Liechtensteinischen Landesbank? Einerseits ist die Beteiligungsquote des Fürstentums Liechtenstein mit 84% hoch und rückt die Bank immer noch in die Nähe eines Staatsinstituts. Andererseits ist man in der Vergangenheit mehr durch «stilles Schaffen» als durch spektakuläre Ereignisse aufgefallen. Ein Wachstumsschub durch eine grössere Übernahme wie beispielsweise der GT Group durch die Bank in Liechtenstein ist kaum zu erwarten, und das interne Wachstumspotential ist vor allem im Retail-Geschäft begrenzt. Aber in schwierigen Börsenzeiten mit einer historisch hohen Aktienbewertung und einem wachsenden Risiko für Kursrückschläge gewinnen die kontinuierlichen Leistungsausweise und eine günstige Bewertung wieder eine zunehmende Bedeutung.

*Der Autor ist Partner bei KK Research AG, Zug.*

**AKTIENTIP**

*Unterschätzt*

*Bankaktien zählten nicht zu den «High-flyers» der letzten zwölf Börsenmonate. Vielleicht zu Unrecht, wie die Ergebnisse der ersten vier Monate des laufenden Jahres erwarten lassen. Während sich SBG, CS, Bär, LGT oder Gotthardbank innert Jahresfrist rund 20% schlechter als der SPI entwickelt haben, zeigten sich lediglich der Bankverein und die Liechtensteinische Landesbank mit Einbussen von weniger als 10% widerstandsfähig. Zwischen 1990 und 1995 hat sich aber bei letzterer der Gewinn von 20 auf 66 Mio Fr. verdreifacht, und der Kurs ist von 150 auf 375 Fr. geklettert. Heute profitiert die Bank einerseits von der liberalen Finanzgesetzgebung und dem Bankgeheimnis des Fürstentums und andererseits von dessen EWR-Mitgliedschaft. Mit der Umwandlung in eine AG und der Ausrichtung auf ertragsstarke Geschäftsbereiche hat die Liechtensteinische Landesbank die bei den Kantonalbanken anstehenden Veränderungen längst vorweggenommen. Im Vordergrund stand dabei nicht ausschliesslich die Verlagerung auf das «liechtenstein-typische» Dienstleistungs- resp. Vermögensverwaltungsgeschäft, sondern ebenso die Rentabilisierung des bilanzwirksamen Retail- und Hypothekengeschäfts. Mit einem Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) von schätzungsweise 11,6 resp. 10,8 auf der Basis der Gewinne 1996 und 1997 zählen die Titel zu den günstigsten Bankaktien. Kommt hinzu, dass aufgrund der günstigen Finanzungsverhältnisse – ein Teil des regen Zuflusses an Kundengeldern wird im Interbank-Geschäft angelegt – steigende Zinsen im Unterschied zu den schweizerischen Banken tendenziell zu einer Verbesserung der Zinsmarge führen. (kä)*

# Liechtensteinische Landesbank

Geschäftsjahr Dezember	Gewinn (in Mio Fr.)	Cash-flow pro Titel (in Fr.)	Gewinn pro Titel (in Fr.)	KCFV	KGV	Dividende (in Fr.)	Rendite (in %)
1992	39.7	25	18	7	9.7	7	4
1993	57.7	35	28	8.7	10.9	9	3
1994	58.5	33	26	10.8	13.8	9	2.5
1995	65.9	37	30	10	12.5	10	2.7
1996E	72.5	40	32	9.3	11.6	10.5	2.8
Eigenkapital pro Titel	35	Kurs/Bruttoertrags-Verhältnis					6.48
Kurs/Eigenkapital-Verhältnis	2.78	Ausschüttungsquote					0.6

Titelstatistik: 3 800 000 Inhaberaktien (nom 50 Fr.), Börsenkapitalisierung (Mio Fr.) 1425,0

## Erfolgsrechnung und Bilanz

	1996E	1995	1994	1993	1992	1991	1990
Bruttoertrag	220	198.45	177.57	179.09	130.87	103.49	82.94
Veränderung in %	10.90%	11.80%	-0.80%	36.80%	26.50%	24.80%	29.10%
Nettozinsertrag in % des Bruttoertrags	69.80%	66.40%	68.60%	65.20%	65.20%	65.20%	63.30%
Zinsmarge	1.50%	1.40%	1.50%	1.10%	1.10%	1.00%	0.80%
Handelserträge in % des Bruttoertrags	6.40%	7.10%	7.50%	8.30%	8.30%	8.30%	10.30%
Wertschriftenerträge in % des Bruttoertrags	21.80%	23.80%	22.00%	22.80%	24.40%	24.40%	24.40%
Ertrag Beteiligungen in % des Bruttoertrags	0.10%	0.10%					
Personalkosten inkl. Sozialleistungen in % des Bruttoertrags	17.40%	17.90%	16.80%	21.70%	25.60%	29.80%	
Geschäfts- / Bürokosten in % des Bruttoertrags	6.90%	7.60%	7.00%	8.50%	9.30%	12.10%	
Gewinn vor Abschreibungen und Zinsen in % des Bruttoertrags	75.70%	74.50%	76.20%	69.70%	65.10%	58.10%	
Abschreibungen / Rückstellungen in % des Bruttoertrags	0.80%	0.80%	0.80%	0.60%	0.50%	0.40%	
Steuern	8.1	7.3	7				
Reingewinn	72.5	65.91	58.53	57.68	39.65	29.08	19.57
in % Eigenkapital	14.20%	13.70%	13.10%	13.60%	11.00%	8.60%	6.10%
Gewinn nach IAS (E)	122.5	114	98	103	66	45	29
Ausgewiesener Cash-flow in % des Bruttoertrags	142.16	124.98	129.49	91.25	67.34	48.17	
in % des Bruttoertrags	71.60%	70.40%	72.30%	69.70%	65.10%	58.10%	
Mitarbeiter	378	368	352	346	349	349	
Bilanzsumme	9411.22	8810.57	8731.52	8321.85	7369.51	6587.6	
Bankendebitoren	5651.29	5390.19	5389.36	5531.35	4796.96	4293.41	
Ausleihungen an Kunden in % der Kundengelder	2748.08	2351.12	2083	1701.03	1503.53	1301.3	
in % der Kundengelder	34.30%	31.00%	27.40%	23.30%	22.90%	22.30%	
hypothekarisch gedeckte Ausleihungen in % Spargelder und Obligationen	2684.53	2290.64	2012.57	1370.17	1242.98	1098.45	
in % Spargelder und Obligationen	74.60%	80.60%	80.10%	77.30%	71.70%	67.60%	
Wertschriften	592.04	571.79	799.21	164.9	10.51	3.81	
Bankenkreditoren	235.97	148.98	122.51	164.9	10.51	3.81	
Kundengelder	8018.7	7594.37	7601.95	7294.66	6572.77	5845.84	
Spar- und Depositengelder	2125.1	1627.35	1310.76	787.63	760.73	774.78	
Kassen- und Obligationenanleihen	1473.24	1215.51	1201.21	985.77	972.97	849.95	
Rückstellungen	310	300	290	280	198.32		
Eigenkapital	479.58	447.89	423.56	359.97	337.91	321.43	
in % Bilanzsumme	5.10%	5.10%	4.90%	4.30%	4.60%	4.90%	
Verwaltete Kundenvermögen	18670	17420					

E = Schätzung; KCFV = Kurs/Cash-flow-Verhältnis; KGV = Kurs/Gewinn-Verhältnis.  
 QUELLE: SWISS EQUITY MARKET MONITORING SYSTEM / KK RESEARCH AG