

Die Fitness der Aktien messen

Bei der Aktienbewertung sollten Kennzahlen mit Bedacht interpretiert werden – gerade im derzeitigen Umfeld

MICHAEL SCHÄFER

Wer eine Einschätzung über die Renditeaussichten von Aktien abgibt, kommt früher oder später auf deren Bewertung zu sprechen. Die Idee dahinter ist einfach. Mit ein wenig Mathematik ist eine als objektives Ergebnis geltende Kennzahl berechnet. Diese kann dann problemlos mit dem jeweils an der Börse zu beobachtenden oder mit einem historischen Wert verglichen werden. Und schnell lässt sich so abschätzen, ob Aktien wie die des Nahrungsmittelherstellers Nestlé oder ein Markt wie der amerikanische ein Kurspotenzial besitzen oder ob sie als teuer anzusehen sind. Die Sache hat aber etliche Haken, von denen einige etwas mit dem gegenwärtigen Marktumfeld zu tun haben.

Tendenz zum Mittelwert

Erfahrene Anleger wissen, dass die «objektiven» Bewertungen nicht allzu dogmatisch angesehen werden sollten. Diese können nämlich über lange Perioden hinweg spürbar vom Börsenkurs abweichen, der durch subjektive Kauf- und Verkaufsentscheidungen zustande gekommen ist. Oder in den Worten, die dem Ökonomen John Maynard Keynes zugeschrieben werden: «Die Märkte können sich länger irrational verhalten, als ein Anleger solvent bleiben kann.» Zudem gibt es zahlreiche Bewertungskennzahlen, die oft unterschiedliche Interpretationen nahelegen.

Obwohl alles auf Mathematik basiert – die eine Wahrheit gibt es also gar nicht. Dennoch sind solche Kennzahlen alles andere als sinnlos, denn sie besitzen die

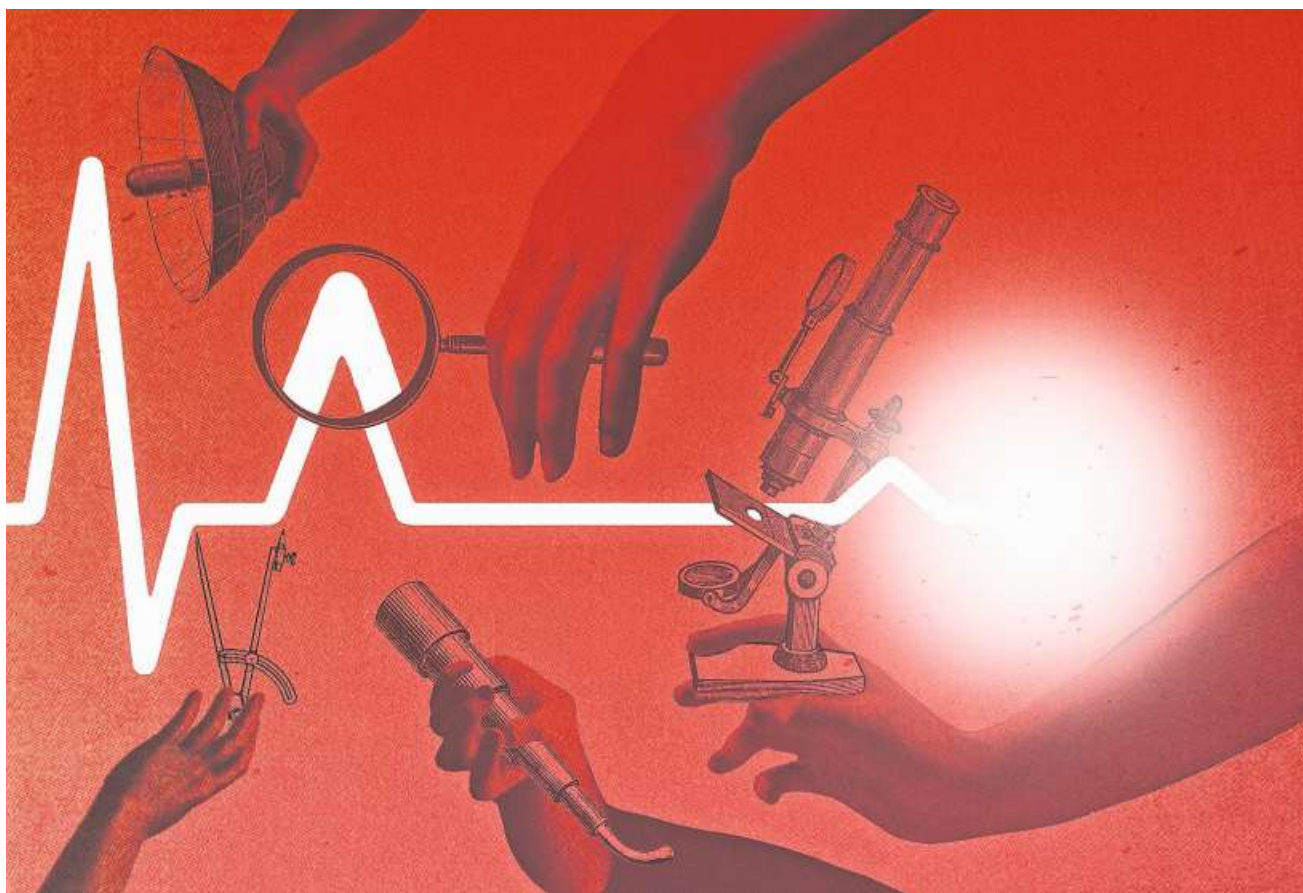
Bei der Aktienbewertung werden zu oft Schnellschüsse abgegeben.

Eigenschaft, irgendwann zu ihrem Mittelwert zurückzukehren (Mean Reversion). Je stärker ein Wert vom langfristigen Durchschnitt abweicht, umso grösser sind also die mögliche Fallhöhe bzw. der Raum für Kursgewinne. Und wenn der Markt absackt, sollten günstige Titel zumindest besser abschneiden als teure. «Wer ein Papier für die Hälfte oder ein Viertel des Wertes kauft, geht weniger Risiko ein als jemand, der den vollen Wert bezahlt», wie es die Anlage-Legende John Templeton formuliert hat.

Die wohl am weitesten verbreitete Bewertungskennzahl ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV). Je nach Ausprägung werden die Gewinne der letzten Quartale oder die künftig erwarteten Gewinne (etwa die des kommenden Jahres) ins Verhältnis zum Aktienkurs gesetzt. Je tiefer der Quotient ausfällt, umso günstiger kann man den Gewinn eines Unternehmens kaufen. Gleiches gilt für den aggregierten Gewinn der Firmen, die in einem Index enthalten sind. Dabei besitzen Einzeltitle, Sektoren oder ganze Märkte jeweils ihre eigenen historischen «Normalwerte». Ein höheres KGV wird beispielsweise dann als gerechtfertigt angesehen, wenn für ein Unternehmen ein höheres (Gewinn-)Wachstum erwartet wird.

Die vermeintlich einfache Vergleichbarkeit von Indikatoren wie dem KGV birgt aber auch die Gefahr, dass der jeweilige Wert für bare Münze genommen wird, ohne ihn sorgfältig einzuordnen. «Ein KGV von 15 kann angemessen, teuer oder billig sein, je nach Kontext. Hier werden leider viel zu oft Schnellschüsse abgegeben», sagt Stefan Kreuzkamp, Chefanlagestrategie von Deutsche Asset Management.

Illustrieren lässt sich die Problematik am amerikanischen Markt, der seit geraumer Zeit als besonders teuer gilt. Das KGV des S&P-500-Indexes, das auf den geschätzten Gewinnen der nächsten zwölf Monate basiert (KGV₁₂), lag vor



Bei der Aktienbewertung sollte man sich nicht nur auf eine Methode verlassen.

ILLUSTRATION JÖRN KASPUHL

wenigen Monaten bei 18,6 und damit spürbar über seinen historischen Durchschnittswerten. Wie die Beratungsfirma McKinsey kürzlich in einer Analyse schrieb, hält sie diesen Wert jedoch aus zwei Gründen für verzerrt – und zwar nach oben.

Dies einerseits, weil allein die Aktien von Amazon, Facebook, Google (Alphabet) und Microsoft etwa 10% des S&P-500-Indexes ausmachen und somit weit höher gewichtet sind als die anderen Titel. Rechnet man diese vier Aktien, die als Gruppe zum Zeitpunkt der Analyse ein KGV₁₂ von 29 aufwiesen, aus dem S&P 500 heraus, sinkt der Indikator um 0,7 Punkte. Berücksichtigt man andererseits die enormen Liquiditätsreserven der grossen US-Unternehmen, die unproduktiv herumliegen und so die KGV₁₂ künstlich aufblasen, nimmt die Kennzahl um einen weiteren Punkt ab.

Etliche Sondereffekte

Der so korrigierte Wert von 16,9 bedeute, dass die restlichen im Index enthaltenen Papiere Bewertungen aufwiesen, die sich innerhalb der normalen Bandbreiten befänden. Zudem sei er vergleichbar mit jenen Ausprägungen, die in früheren, als «normal» bezeichneten Konjunkturphasen zu beobachten gewesen seien wie Mitte der 1960er Jahre oder in den späten 80ern und frühen 90ern, schreiben die McKinsey-Experten. Und schliesslich deute der Wert unter realistischen Annahmen für Eigenkapitalkosten und -renditen sowie die Teuerung auf eine langfristige reale Wachstumsrate für die USA von 2,5% hin, die ebenfalls nicht aus dem Rahmen falle.

Um ein KGV richtig einordnen zu können, sollte auch die Zusammensetzung eines Indexes über die Zeit verfolgt werden. Value-Aktien, zu denen etwa Ti-

tel aus den Sektoren Finanzen, Industrie und Energie zählen, weisen eine tiefere Bewertung auf als Growth-Aktien (vgl. Grafik), deren Unternehmen schneller wachsen und unter anderem aus den Bereichen Informationstechnologie, Nicht-basiskonsumgüter und Gesundheit stammen. Da der Anteil an Technologieunternehmen im S&P 500 in den vergangenen Jahren zugenommen hat, sei zu erwarten, dass auch ein höheres KGV als angemessen für den Index gelte.

Auf jeden Fall sorgen solche strukturellen Unterschiede in den Indizes dafür, dass der Vergleich zwischen einzelnen Ländern nicht ganz so einfach ist. Seien im S&P 500 vor allem die Titel von Technologie-, Pharma- und Biotechfirmen

Je nach verwendetem Zinssatz ist der amerikanische Markt sogar billig.

mit tendenziell hohen KGV stark gewichtet, seien es im deutschen DAX vor allem Finanztitel und zyklische Industrietitel, die regelmässig niedrige KGV aufwiesen, führt Kreuzkamp aus.

Das KGV hat aber auch generelle Nachteile, zum Beispiel besitzt es keine Aussagekraft, wenn ein Unternehmen Verluste macht. Deshalb werden häufig weitere Kennzahlen zur Bewertung herangezogen wie das Kurs-Umsatz- oder das Kurs-Buchwert-Verhältnis. Aber auch diese Indikatoren sind nicht immun gegen Verzerrungen. Zudem fokussieren sie wie das KGV jeweils nur auf eine Periode. Eine prominente Ant-

wort, die diesen Nachteil auszumerzen versucht, ist das Shiller-KGV. Dort wird der Börsenwert einer Firma ins Verhältnis gesetzt zum Durchschnitt der inflationsbereinigten Gewinne der letzten zehn Jahre. Dadurch sollen Ausreisser, die in einem einzelnen Jahr auftreten können, relativiert werden.

Hohe Zinssensitivität

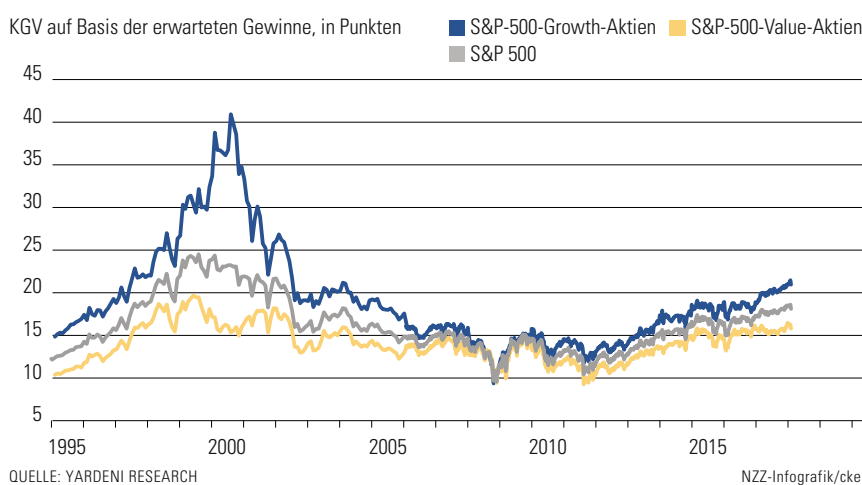
Aber auch das Shiller-KGV ist nicht gegen Verzerrungen gefeit. Derzeit weist es einen Wert von 33 Punkten auf, weit mehr als der historische Durchschnitt von 17 Zählern. Kritiker monieren nun, dass die Unternehmensgewinne wegen der Finanzkrise über mehrere Jahre extrem niedrig ausgefallen seien und somit den Indikator verfälschten. Allein dieser Effekt mache 5 Punkte aus, um die die Kennzahl zu reduzieren sei. Zudem orientiere sich das Shiller-KGV stets an der Vergangenheit. Für den Wert einer Gesellschaft seien aber vielmehr die künftigen Gewinne ausschlaggebend.

Genau an diesem Punkt setzen Modelle an, mit deren Hilfe der Wert des Unternehmens ermittelt wird. Typischerweise wird dazu die sogenannte DCF-Methode verwendet, bei der die erwarteten Cashflows diskontiert und aufsummiert werden. Auch dieses Verfahren habe einige Tücken, sagt Sven Bucher, Verwaltungsrat der Swiss Financial Analysts Association (SFAA). Einerseits sei die Prognose der künftigen Cashflows mit grossen Unsicherheiten behaftet und andererseits die Wahl des «richtigen» Diskontierungssatzes heikel. Jeder Investor treffe hier seine eigenen Annahmen, was unweigerlich zu voneinander abweichenden Ergebnissen führe.

Wer wie die US-Bank Morgan Stanley die Finanzierungskosten von US-Firmen verwendet, um die künftigen Cashflows zu diskontieren, kommt zum Ergebnis, dass der S&P 500 noch reichlich Spielraum nach oben hat. Zwar wird dadurch auch das gegenwärtige Tiefzinsumfeld berücksichtigt, das viele Anleger in Aktien treibt. Die Annahme, dass die Zinsen für immer auf dem derzeitigen Niveau verharren werden, dürfte jedoch kaum realistisch sein. Wer dagegen wie die meisten Analytiker einen historischen Durchschnittszins verwendet, kommt zum Schluss, dass der S&P keineswegs günstig bewertet ist.

All diese Beispiele zeigen, dass Investoren ihre Anlageentscheide nicht nur auf eine Kennzahl stützen sollten. Darüber hinaus gilt es regelmässig zu hinterfragen, wie es zu den Werten kommt bzw. ob bewährte Interpretationsmuster auch im jeweiligen Marktumfeld zu zuverlässigen Ergebnissen führen.

Die Bewertungen sind weit weg von ihren Rekordständen



MÄRKTE UND MEINUNGEN

Ohne Gesundheit ist alles nichts

Michael Ferber · Die westlichen Gesellschaften altern rasant. Europa liegt zusammen mit Japan bei dieser Entwicklung vorne, bis zum Jahr 2030 dürfte die Zahl der über 65-Jährigen in den meisten EU-Ländern auf mehr als 20% der Bevölkerung steigen. Die immer höhere Lebenserwartung ihrer Bürger stellt die westlichen Wohlfahrtsstaaten vor grosse finanzielle Herausforderungen. Bei der Analyse stehen zumeist die Rentensysteme der entsprechenden Staaten im Fokus. Ebenfalls sehr grosser Druck könnte indessen aus dem Gesundheitsbereich kommen, wie eine Anfang Februar publizierte Studie von Moody's Investors Service zeigt. Die Rating-Agentur hat angekündigt, bei den Bonitätsbewertungen europäischer Staaten ein besonderes Augenmerk auf die Gesundheitssektoren der jeweiligen Länder zu richten.

Dies ist nachvollziehbar, sind doch die Ausgaben für das Gesundheitswesen in den meisten EU-Ländern in den vergangenen Jahren deutlich gestiegen. Laut der Studie betrug deren Anteil an den öffentlichen Ausgaben der EU-Länder im Jahr 2015 rund 15,2%, während es 2002 noch 13,7% gewesen waren. Dabei liegen die Ausgabenniveaus der in jüngerer Zeit beigetretenen EU-Mitgliedsstaaten in Ost- und Mitteleuropa deutlich unter dem EU-Durchschnitt.

Prognosen der EU-Kommission gehen davon aus, dass die Ausgaben für den Bereich Gesundheit in Europa in den kommenden Jahrzehnten weiter wachsen – nicht zuletzt aufgrund der demografischen Entwicklung. Dies könnte sich in einer höheren Verschuldung der Staaten niederschlagen, was sich wiederum negativ auf die Bonitätsbewertungen auswirken dürfte. In einem ungünstigen Szenario rechnet die EU-Kommission laut der Studie damit, dass die öffentlichen Ausgaben für das Gesundheitswesen von einem durchschnittlichen Anteil von 6,9% am Bruttoinlandsprodukt (BIP) der EU-Länder 2013 auf 9,5% im Jahr 2060 steigen könnten. Der stärkste Kostenzuwachs wird dabei in Portugal, Malta, Ungarn und der Slowakei erwartet. Besonders hart dürfte diese Entwicklung Portugal treffen, das bereits eine hohe Staatsverschuldung von 127% des BIP hat.

Reformen tun also not. Allerdings sind diese in den komplexen Gesundheitssystemen oftmals gar nicht so einfach. Es gebe hier keinen einfachen Weg hin zu effizienten und kostengünstigen sowie gleichzeitig hochklassigen Systemen, heisst es bei Moody's. Bei den Rentensystemen sei klarer, wie sich weitere Kostenzunahmen verhindern liessen. In der Tat gibt es hier im Wesentlichen drei Möglichkeiten, um eine finanzielle Schiefelage zu beseitigen – längere Lebensarbeitszeiten, höhere Beiträge oder geringere Leistungen. Ein Gesundheitssystem mit hoher Qualität ist auch ein Wettbewerbsvorteil für ein Land. Kürzungen im Gesundheitswesen alleine zögen folglich keine bessere Bonitätsbewertung nach sich, wenn sie sich in einem deutlichen Rückgang der Produktivität oder der sozialen Stabilität äusseren, schreibt Moody's. Schliesslich sollte ein gutes und zugängliches Gesundheitssystem dazu beitragen, dass Menschen bei der Arbeit weniger fehlen und das längere Arbeitsleben besser bewältigen.

ANZEIGE

