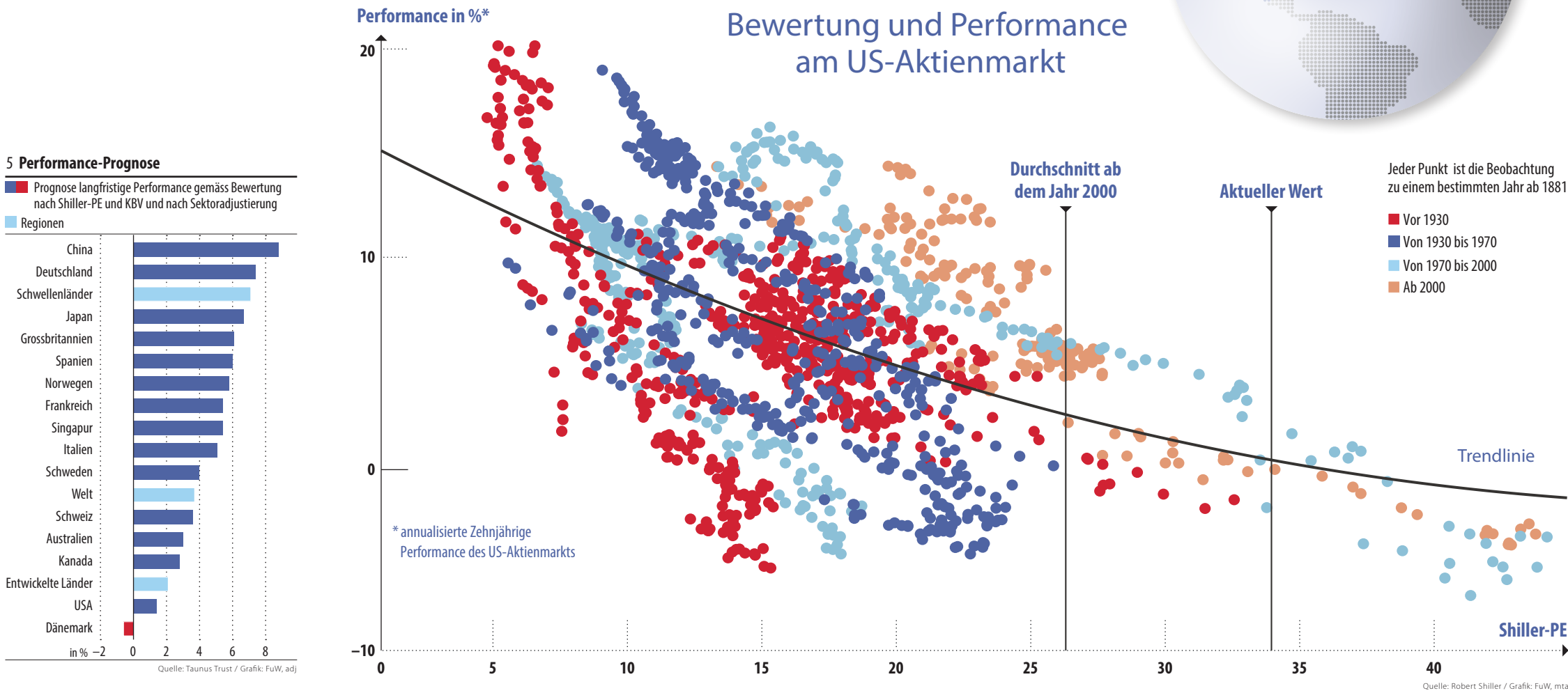


GLOBALER BEWERTUNGSVERGLEICH – AM GÜNSTIGSTEN ZU HABEN?

AKTIENBEWERTUNG Je teurer Aktien sind, desto weniger Performance darf man sich erhoffen. Die USA, Indien und Dänemark sind besonders teuer. Wer gemäss der Bewertung investieren will, muss nach China und Deutschland schauen.

TEXT: ALEXANDER TRENTIN, SCHANGHAI



Warnzeichen für zu viel Überschwang

Ein grosses Problem der Aktienbewertung: Der Gewinn von Unternehmen schwankt über die Zeit hinweg. Die Shiller P/E, auch zyklisch adjustiertes Kurs-Gewinn-Verhältnis (CAPE) genannt, gibt ein stabileres Bild. Nobelpreisträger Robert Shiller popularisierte diese Kennzahl, bei der – anders als beim klassischen KGV – nicht nur der kurzfristige Unternehmensgewinn berücksichtigt wird. Für die Berechnung der Shiller P/E werden die – an die Inflation angepassten – Unternehmensgewinne über zehn Jahre gemittelt und durch den aktuellen Indexstand geteilt.

Investoren nutzen dieses Bewertungs-instrument, um eine Über- oder eine Unterbewertung von Aktien aufzudecken. Eine hohe Shiller P/E signalisiert eine mögliche Überbewertung und damit eine potenziell niedrigere Börsenperformance, während ein niedriger Wert auf Unterbewertung und höhere Rendite hindeutet.

Im Laufe der Zeit hat dieses Bewertungs-instrument erheblich geschwankt: In den USA erreichte es während der Dotcom-Blase im Dezember 1999 einen historischen Höchststand von über 44,2, wäh-

rend es in der Weltwirtschaftskrise im Dezember 1920 auf 4,8 sank. Im langjährigen Durchschnitt lag es in den USA bei rund 17. Seit dem Jahr 2000 beträgt die Shiller P/E im Mittel 27 und befindet sich heute auf einem Zweijahreshoch von 34. Historische Daten des US-Aktienmarkts bestätigen: Auf günstigere Aktienmärkte folgen in den nächsten zehn Jahren höhere Renditen. Die Punktwolke in der obigen Grafik veranschaulicht diesen Zusammenhang für die US-Börse.

Auf den günstigen Aktienmarkt im Dezember 1920 folgte über die nächsten zehn Jahre eine annualisierte reale Performance von 16,5%. Nach der Höchstbewertung im Dezember 1999 mussten Anleger einen Kursrückgang von 3% pro Jahr am US-Aktienmarkt hinnehmen.

Nach Berechnungen des Portfoliomanagers Norbert Keimling vom Anlagehaus Taunus Trust erklärt die Shiller P/E rund die Hälfte der künftigen Rendite an den Märkten. Dieser Zusammenhang war an den US-Aktienmärkten jedoch in der Periode vor dem Jahr 1970 deutlich stärker ausgeprägt. Damals führten Bewertungs-

unterschiede zu grossen Performance-unterschieden. In den vergangenen Jahrzehnten notierte die Shiller P/E höher als in der ferneren Vergangenheit, gleichzeitig hat sich der Zusammenhang mit der Performance etwas abgeschwächt.

Konjunkturzyklen und Inflation beeinflussen die Shiller P/E – die Unternehmensgewinne und ihre Fortschreibung wirken sich auf die gemessenen Gewinne aus. Der wichtigste Faktor ist jedoch die Anlegerstimmung, die den Indexstand und damit das Verhältnis in die Höhe treiben oder drücken kann. Robert Shiller prägte für die extremen Bewertungen in der Internetblase den Begriff des «irrationalen Überschwangs», den sein Mass gut abbildete.

Obwohl die Shiller P/E für die Vorhersage langfristiger Renditen wertvoll ist, eignet sie sich nicht für kurzfristiges Markttiming. Bewertungen können über längere Zeiträume erhöht oder gedrückt bleiben. Für ein Timing braucht man präzise Ein- und Ausstiegspunkte, die die Shiller P/E nicht liefert. Stattdessen zeigt sie wertvolle Informationen für strategische Investitionsentscheidungen auf.

und Österreich. Nur wenig teurer präsentieren sich Tschechien, Singapur und Korea. Selbst die grösseren europäischen Märkte Grossbritannien, Italien, Spanien und Deutschland sind nach den beiden Bewertungsmassstäben attraktiv bewertet. FuW präsentiert eine Auswahl verlockender Werte aus zwei dieser günstigen Märkte – China und Deutschland (vgl. Kästen rechts).

China und Brasilien locken

Gemäss der vom deutschen Vermögensverwalter Taunus Trust bereitgestellten Auswertung locken unter den grossen Aktienmärkten derzeit China, Hongkong und Brasilien mit der günstigsten Bewertung. Auch in Europa finden sich Märkte, deren Bewertung deutlich unter dem Durchschnitt liegt: Ungarn, Polen

Regional betrachtet sind Aktien aus Schwelenländern deutlich günstiger als die aus entwickelten Ländern. Insbesondere der mächtige US-Markt treibt den globalen Durchschnitt in die Höhe. Doch auch Schwelenländer sind nicht immer ein

Schnäppchen: Indische Titel sind gemäss dem zyklisch adjustierten Kurs-Gewinn-Verhältnis sogar noch teurer als US-Aktien. Der dänische Aktienmarkt, mit einer Shiller P/E von über 45 und einem KBV von über 7, hat keinen Platz in der Grafik gefunden. Ein Grund dafür ist der Pharmahersteller Novo Nordisk. Sein Kurs hat sich dank der Abnehmenspritze Wegovy im Jahresvergleich verdoppelt. Als wertvollster Konzern Europas macht Novo Nordisk nun 60% des dänischen Börsenwerts aus. Doch wie wertvoll sind solche Bewertungskennzahlen für Anlageentscheidungen? Norbert Keimling, Portfoliomanager bei Taunus Trust, betont gegenüber FuW:

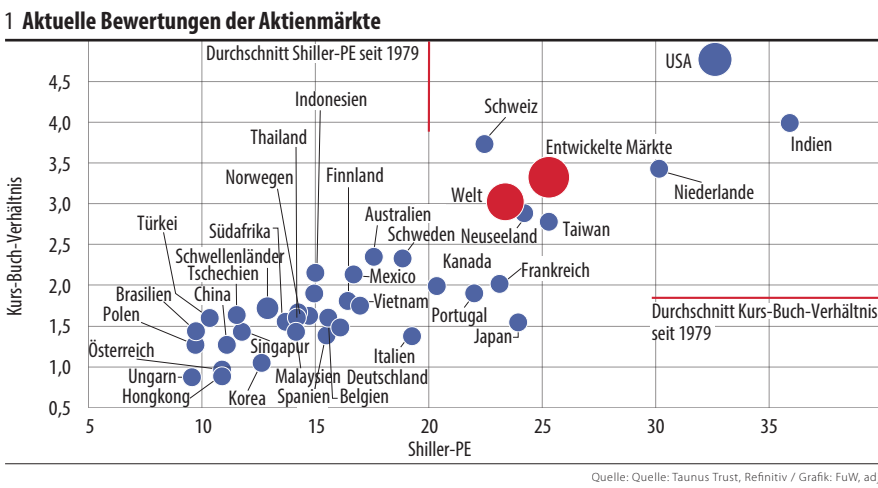
«Bewertungskennzahlen helfen, extreme Blasen zu erkennen. Derzeit zeigen sie, dass die phänomenale Outperformance des US-Marktes nur schwach begründet ist – und primär auf eine Bewertungs-inflation zurückzuführen ist.» Hochgejubelte Titel zu extremen Bewertungen zu kaufen, sei selten eine gute Idee.

Anpassungen notwendig

Jede Kennzahl hat jedoch Nachteile. Die Shiller P/E, die die Unternehmensgewinne der letzten zehn Jahre berücksichtigt, kann durch Strukturbrüche verzerrt werden: «Dann verlieren die vergangenen

Gewinne möglicherweise ihre Aussagekraft», erklärt Keimling. Dies gelte etwa für den griechischen Finanzsektor ab 2007. Auch massive Aktienrückkäufe wie derzeit in den USA – und ein daraus resultierendes höheres Wachstum des Gewinns je Aktie – können die Bewertungskennzahlen verzerren. Als Gegenmassnahme könne man «Kennzahlen anpassen oder kleinere Märkte mit Strukturbrüchen oder zweifelhaften Daten ausschliessen», schlägt Keimling vor. Andere Märkte müsse man qualitativ statt quantitativ bewerten. Ein Paradebeispiel für die dramatischen Bewertungsschwankungen eines Landes ist China (vgl. Grafik 2). Das KBV

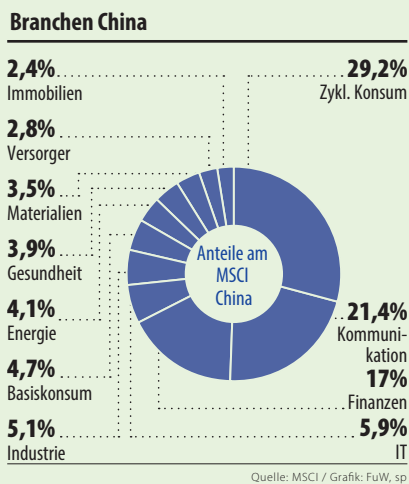
WO SIND AKTIEN



Günstige Bewertungen locken in China

So günstig waren chinesische Aktien lange nicht mehr: Mit einem erwarteten KGV von unter 10 und einem KBV von 1,3 ist der MSCI China einer der am tiefsten bewerteten Märkte. Neben aktuellen Problemen wie der Immobilienkrise gibt es auch strukturelle Belastungen, die die Bewertungen drücken. So sind staats-eigene Unternehmen im Verdacht, dass sie sich nicht immer an den Interessen privater Aktionäre orientieren. Zudem können Online-Titel – die dem zyklischen Konsum mit einem Anteil von fast 30% und Kommunikationsdiensten mit über 20% zugerechnet werden – nicht mehr mit den hohen Wachstumsraten der Vergangenheit rechnen. FuW hat trotzdem fünf interessante und günstig bewertete Aktien gefunden, die in Hongkong notiert sind – der Zugang zu dieser Börse ist für ausländische Anleger einfacher.

Gemäss dem erwarteten KGV von 5,5 ist CK Hutchison eine der günstigsten Aktien in Hongkong. Das Industrie-konglomerat der Familie des Hongkonger Milliardärs Li Ka-shing kontrolliert unter anderem Einzelhandelsketten, Mobilfunkanbieter, Versorger und Häfen. Die tiefe Bewertung fusst wohl auf der Skepsis gegenüber Riesenholdings und dem Einfluss des Tycoons. Analysten erwarten dennoch Kurssteigerungen von gut 50%.



Der grösste chinesische Pharmavertrieber Sinopharm bleibt ungefochtener Marktführer dank seiner Grösse und Effizienz. Er vertreibt direkt an Krankenhäuser und betreibt die landesweit grösste Apothekenkette. Weitere Übernahmen könnten den Marktanteil noch weiter ausbauen. 49% der Aktien von Sinopharm werden vom Schanghai Pharmaunternehmen Fosun kontrolliert. Neben der günstigen Bewertung mit einem erwarteten KGV von

6,5 spricht für die Aktie auch die Dividendenrendite von über 4%. Noch höher sind die Ausschüttungen des staatlichen Finanzhauses Bank of China. Die Titel der Hongkonger Tochter zahlen derzeit fast 7%. Auch die Gewinnentwicklung ist positiv: Vergangenes Jahr stieg der Gewinn um 18%, Analysten erwarten für dieses Jahr nochmals 15%.

Ein weiteres Schnäppchen aus dem Finanzbereich ist der Versicherer PICC, der ebenfalls staatlich kontrolliert wird. Nachdem der Nettogewinn im vergangenen Jahr um fast ein Viertel eingebrochen ist, sollte er sich dieses Jahr erholen. Als grösster Schweinefleischproduzent der Welt ist WH Group stark vom Marktpreis abhängig. In den USA und China ist sie führend. Das Geschäft ist volatil, aber es sollte nun wieder aufwärtsgehen. Mit einer erwarteten Verdopplung des Gewinns in diesem Jahr könnte das Unternehmen an gute Jahre wie 2022 anknüpfen. Der Handelskonflikt bleibt jedoch ein Risiko: Höhere chinesische Zölle könnten die US-Fleischimporte verteuern und so auf die Marge drücken.

Günstige Aktien China und Hongkong							
Unternehmen	Industrie	Marktkap. in Mrd. \$	KGV erwartet	Kurs-Buchwert-Verhältnis	Freie-Cashflow-Rendite in %	Performance in % 3 Monate	1 Jahr
CK Hutchison	Industriekonglomerate	18,1	5,5	0,3	21,1	-6,2	-20,4
Sinopharm	Gesundheitsdienstleister	8,8	6,5	0,8	13,1	6,3	-12,0
Bank of China Hongkong	Banken	33,0	6,7	0,8	5,9	15,9	6,9
PICC	Versicherungen	28,3	7,7	0,8	28,7	5,1	-8,0
WH Group	Lebensmittel	9,4	8,1	1,0	8,7	1,0	26,9

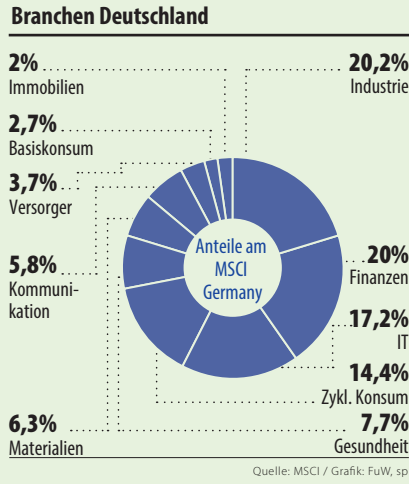
Quelle: Bloomberg

chinesischer Aktien ist im Verhältnis zum globalen Aktienmarkt immer weiter abgesackt und erreichte Anfang des Jahres ein historisches Tief. Während der chinesische Markt seit dem Jahr 2000 im Median zu 80% der globalen Bewertung gehandelt wurde, sind es jetzt nur noch magere 40%. Keimling wittert hier eine Chance: «Wir suchen nach stark zurückgebliebenen Investments, die unbeliebt und unterbewertet sind – und solche finden sich derzeit besonders in den Schwelenmärkten wie Korea und China.» Auch entwickelte Länder wie Deutschland und Japan seien für ihn bewertungstechnisch attraktiv.

Industriestandort Deutschland als Schnäppchen

Der Industriestandort Deutschland wird als Schnäppchen gehandelt. Die Marktkapitalisierung der Dax-Konzerne liegt nur 60% über dem Buchwert, während sie in den USA viermal über den bilanzierten Werten liegt. Hinter der Performance des Leitindex von 22% seit dem Tief im Oktober 2023 steckt daher kein Überschwang. Aber auch die Sektorverteilung im deutschen Aktienmarkt erklärt die niedrige Bewertung. Neben der Industrie, die ein Fünftel des Börsenwerts ausmacht, handelt auch der ähnlich grosse Finanzsektor mit einer niedrigen Bewertung.

Der Pharma- und Agrarchemiekonzern Bayer ist gemessen am erwarteten KGV besonders günstig. Der Grund dafür sind rechtliche Unwägbarkeiten. Nach der Übernahme von Monsanto musste sich Bayer in den USA gegen Tausende Schadensersatzklagen wegen des Unkrautmittels Glyphosat wehren. Der Kurs stürzte im Jahresvergleich um gut 50% ab. Immerhin steigen die Margen im Agrargeschäft. Analysten erwarten im Konsens ein Kurspotenzial von über 30%. Der Autobauer Mercedes-Benz wird trotz eines hohen Cashflows fast ein Drittel unter seinem Buchwert gehandelt. Das Management will mit der margentragenden Luxusmarke sicherstellen, dass die Geld-



flüsse hoch bleiben – sie sollen ausreichen, um die Investitionen zu finanzieren. Deswegen sieht man genug Kapital als verfügbar an, um sich eine hohe Dividendenrendite von derzeit über 8% zu leisten. Lastwagen und Busse sind die Spezialität der VW-Tochter Traton. Zu ihr gehören Marken wie Scania und MAN. Auch diese Titel können mit einem niedrigen erwarteten KGV von knapp über 5 punkten. Das schreckt wenig, dass Analysten dieses Jahr

einen stagnierenden Gewinn erwarten. Längerfristig sehen die Analysten des Brokers Jefferies den Ersatzbedarf im Nutzfahrzeugbereich als positiven Trend.

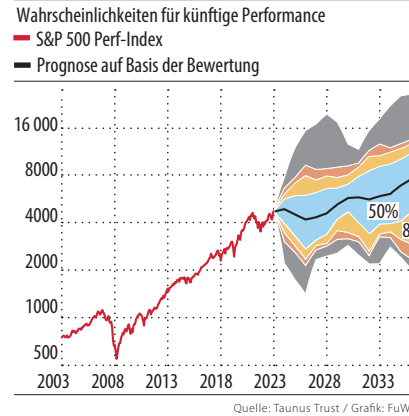
Die Skepsis der Anleger gegenüber der Deutschen Bank zeigt sich im KBV: Es notiert rund 60% unter Buchwert. Wie bei kaum einem anderen Titel gehen die Kursziele der Analysten auseinander, sie reichen von einem Rückgang über 20% bis zu einer Verdreifachung. Der Konsens erwartet einen Anstieg des Gewinns von 15% in diesem Jahr, nächstes Jahr soll er noch schneller wachsen. Der tiefe Kurs scheint für viele potenzielle Risiken einen Puffer zu bieten.

Mit einem erwarteten KGV von 8 ist Heidelberg Materials höher bewertet, aber immer noch günstig. Sie wird damit genau zu ihrem Buchwert am Markt gehandelt. Das Unternehmen fokussiert sich auf die Aktionäre und hat ein grosses Aktienrückkaufprogramm gestartet. Über die nächsten drei Jahre sollen nochmals 1,2 Mrd. € an Valoren aus dem Markt gezogen werden. Im Konsens sind die Analysten positiv und sehen ein Kurspotenzial von gut 15%.

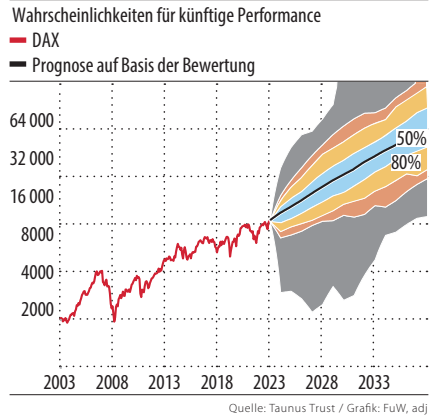
Günstige Aktien Deutschland							
Unternehmen	Industrie	Marktkap. in Mrd. \$	KGV erwartet	Kurs-Buchwert-Verhältnis	Freie-Cashflow-Rendite in %	Performance in % 3 Monate	1 Jahr
Bayer	Pharmazie	28,5	5,2	0,7	14,2	3,6	-48,1
Mercedes-Benz	Kraftfahrzeuge	67,8	5,3	0,7	18,5	-6,7	-10,4
Traton	Nutzfahrzeuge	15,9	5,6	0,9	6,7	-5,5	-58,0
Deutsche Bank	Banken	30,2	6,4	0,4	8,9	8,9	-56,0
HeidelbergCement	Baustoffe	18,5	8,1	1,0	11,2	5,6	34,5

Quelle: Bloomberg

3 Performance S&P 500



4 Performance Dax



Der Ländervergleich offenbart, wo die Performancebewertungen am vielversprechendsten glänzen. Norbert Keimling und seine Kollegen haben dazu die aktuelle Shiller P/E und das Kurs-Buch-Verhältnis für jeden Markt ermittelt und eine Sektoradjustierung vorgenommen. Märkte mit hohem Anteil an Branchen mit durchschnittlich höherer Bewertung werden reduziert.

So werden die Kennzahlen für Dänemark wegen des hohen Anteils an Gesundheitstiteln nach unten korrigiert. Keimling betont: «Der Gesundheitssektor wird rund doppelt so hoch bewertet wie der Weltaktienmarkt – es ist unwahrscheinlich, dass der dänische Markt mit seiner Sektorstruktur jemals auf eine globale Durchschnittsbewertung zurückkommt.» Diese adjustierten Bewertungen wurden im zweiten Schritt genutzt, um anhand historischer Performancezahlen das erwartete Potenzial für die folgenden zehn bis fünfzehn Jahre zu berechnen (vgl. Grafik 5). Für den Weltaktienmarkt wird eine annualisierte, reale Performance von 3,7% prognostiziert. Für entwickelte Länder ergibt die Prognose nur 2,1%, für Schwelenländer mehr als dreimal so viel. Unter den präsentierten Einzelmärkten stechen China mit einer erwarteten jährlichen Performance von 8,8%, Deutschland mit 7,4% und Japan mit 6,7% hervor.



ROBERT SHILLER
Der Nobelpreisträger hat die Shiller P/E popularisiert.



NORBERT KEIMLING
Der deutsche Portfoliomanager setzt auf Märkte mit günstiger Bewertung.

Und selbst wenn sich die erwartete hohe Rendite für die günstigen Märkte tatsächlich einstellt, kann dieser Prozess unter Umständen Jahre dauern. haben sich die Bewertungen der chinesischen Valoren seit mehr als drei Jahren immer weiter verschlechtert. Wann und ob die Erholung kommt, kann niemand mit Sicherheit sagen.

