



Fonds Scout - Leserservice

Ergebnisse der W.I.N-Analyse im 4. Quartal 2005

W.I.N-Modell

Die vergangenen Monate bescherten den als unterbewertet identifizierten Aktienmärkten tatsächlich eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung. Die Warnung vor verfrühten Gewinnmitnahmen hat sich damit als richtig erwiesen. Damit setzte sich die W.I.N-Fundamentalanalyse gegen die Börsenstatistik durch, wonach das dritte Kalenderquartal vor allem im September oft fallende Aktienkurse bringt. Dort, wo die Aktienkurse stark gestiegen sind, ist der Abstand zum „Fair value“, und damit das Ausmaß der Unterbewertung, signifikant kleiner geworden. Dies gilt allem für Japan. Insgesamt sind die Aktienmärkte im dritten Jahr ihrer Hausse in eine Reifephase eingetreten, die eine differenzierte Bewertung erfordert.

Wirtschaftswachstum

Das seit langem unterstellte Basisszenario behält Gültigkeit: In diesem und im kommenden Jahr dürfte die Weltwirtschaft um rund vier Prozent wachsen, wobei Asien mit knapp sieben Prozent Wachstumslokomotive bleibt. Verbessert hat sich der Eindruck, den Japan, Österreich und die Schweiz machen. Für die meisten anderen bewerteten Volkswirtschaften ergibt sich dagegen eine leichte Abschwächung des BIP-Wachstums.

Unternehmensgewinne

Die wichtigste Größe für die Bewertung bleiben die Unternehmensgewinne. Sie steigen in allen beobachteten Märkten weiter, allerdings mit sehr unterschiedlichen Steigerungsraten. Die Analysten haben ihre Gewinnprognosen für das laufende und die beiden kommenden Jahre überwiegend weiter angehoben. Die höchsten Zuwächse ergeben sich jetzt für Österreich (ATX) und Großbritannien (FTSE-100). Im Falle des Euro-STOXX-50 sinkt das ohnehin nicht hohe Gewinnwachstum (CAGR) noch etwas weiter, während sich das Gewinnwachstum beim FTSE-100 von niedrigem Niveau aus beschleunigen kann. Stabil bei einem Niveau von rund 10 Prozent bleibt das CAGR beim S&P-500 (USA) und dem SMI (Schweiz). Herausragend stark ist das Gewinnwachstum beim TecDAX, was auch an den inzwischen dort recht hoch gewichteten Solarenergie-Unternehmen liegt, die ihre Gewinne vor allem im laufenden Jahr noch stark erhöhen können. Allerdings ist die Dauerhaftigkeit dieser Gewinnsteigerungen sehr fraglich.

PEG-Ratios

Weil der S&P-500-Index in den letzten Monaten nicht steigen konnte, sinkt sein KGV von 15,2 auf 14,3. Bei FTSE-100 (Großbritannien), ATX (Österreich) und TecDAX stiegen die Unternehmensgewinne stärker als die Kurse, so dass sich die Kurs-Gewinn-Verhältnisse verbilligt haben. In den anderen Fällen haben die Kursgewinne der letzten Monate zu einem Anstieg der Markt-KGVs geführt. Dies gilt vor allem für den zuvor ja stark unterbewerteten japanischen Aktienmarkt (Topix), der mit einem KGV von 16,8 jetzt zum teuersten der bewerteten Aktienmärkte geworden ist – aber trotzdem noch unterbewertet erscheint.

Blickt man allein auf die aktuellen Markt-KGV, bleiben DAX (KGV 12,7) und Euro-STOXX-50 (KGV 13,0) am attraktivsten. Während der SMI (KGV 14,9) und der MDAX (KGV 14,6) etwas teurer geworden sind, sind die KGVs von FTSE-100 (auf 13,4) und ATX (auf 14,2) gefallen. Der MDAX schneidet allerdings weiterhin besser ab, wenn man das zweite Kriterium einbezieht: Das Gewinnwachstum (CAGR) ist zwar auf knapp 22 Prozent gefallen. Daraus errechnet sich aber immer noch ein sehr attraktives PEG-Ratio von 0,7. Nur der TecDAX kann jetzt mit 0,6 ein noch besseres Verhältnis von KGV zu Gewinnwachstum vorweisen.

Zinsen und angemessene KGV

Die erwartete Trendwende am Rentenmarkt zeichnet sich bislang allenfalls in den USA und Japan ab: Dort stiegen die zehnjährigen Renditen gegenüber dem Zeitpunkt der Analyse im dritten Quartal um 29 bzw. 26 Basispunkte. Die Rentenmarkt-KGVs sinken damit von 24 auf 22 in den USA und von 81 auf 67 in Japan. An den anderen Märkten setzte sich dagegen der Zinsrückgang fort.

Sogar im Niedrigzinsland Schweiz sank die Rendite noch einmal um 13 Basispunkte. Im übrigen Europa sanken die Renditen um 5 bis 10 Basispunkte. In der Eurozone stiegen die Rentenmarkt-KGVs damit über 31, in Großbritannien immerhin leicht auf gut 23. Dies wirkt dem Rückgang der angemessenen Kurs-Gewinn-Verhältnisse entgegen. Mehr als die Zinsentwicklung bleibt aber die Gewinnentwicklung dafür verantwortlich, dass die angemessenen KGV für FTSE-100, SMI und CAC-40 leicht angehoben werden können. Für alle übrigen Märkte, innerhalb und außerhalb Europas, sinken die als fair erachteten Markt-KGV. Sie liegen jetzt in der Bandbreite 15,3 (Euro-STOXX-50) bis 21,1 (TecDAX).

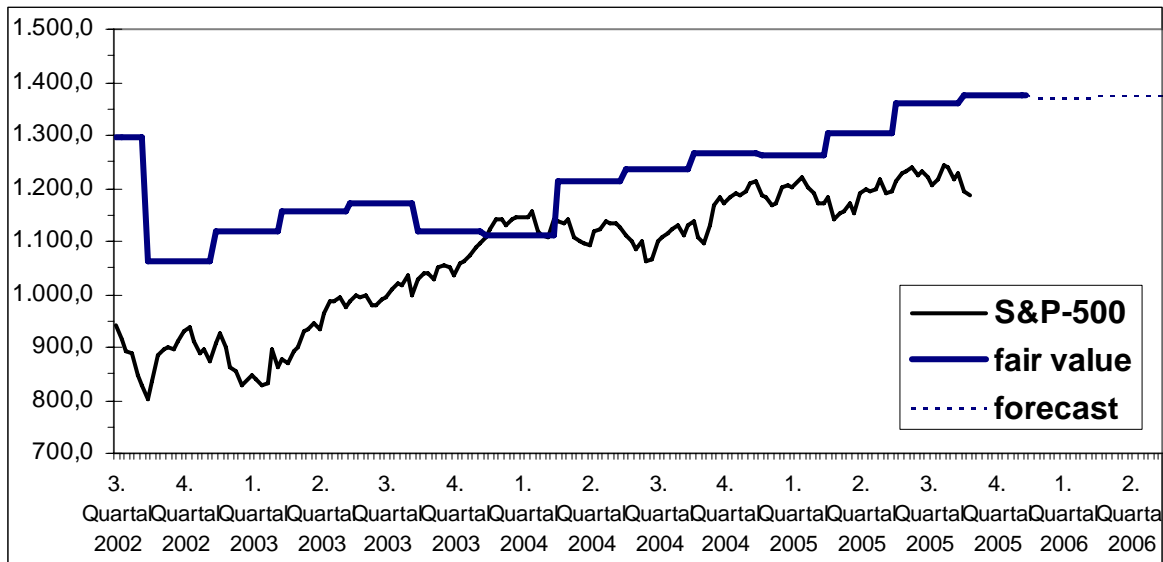
Am stärksten ist der Rückgang des angemessenen KGV jetzt beim MDAX, das von 21,2 auf 19,4 sinkt. Bemerkenswert ist der Rückgang auch beim Topix von 21,8 auf 20,7 und beim ATX von 18,7 auf 17,5. Leichte Anhebungen erfolgen dagegen beim FTSE-100 von 15,2 auf 15,6, beim SMI und beim CAC-40 um je eine Nachkommastelle auf 17,9 bzw. 16,2. Die „forecast“-Berechnung unterstellt für alle Märkte einen Zinsanstieg, wobei dieser in Nordamerika stärker ausfallen wird als in Europa und Japan.

Bewertung S&P-500

Die Underperformance der US-Aktien setzte sich auch in den letzten Monaten fort. Die US-Aktienindizes pendelten weiterhin in der seit fast zwei Jahren gültigen Bandbreite. Durch die anhaltende Seitwärtsbewegung ist aus fundamentaler Sicht etwas Aufwertungspotenzial entstanden, denn die US-Unternehmensgewinne sind im Gegensatz zu den Kursen gestiegen. Auch gegenüber der Analyse im dritten Quartal setzte sich der Anstieg der Unternehmensgewinne fort. Der Anstieg des repräsentativen S&P-500-Gewinns um 3,0 Prozent auf 82,90 Dollar ergibt sich abermals sowohl aus dem Zeitfortschritt als auch aus den angehobenen Gewinnschätzungen:

Die Gewinnprognose für das aktuelle Jahr (in Höhe von 74,50 USD) verliert für die Bewertung jetzt weiter an Bedeutung. (Bei unserer Verdichtung beträgt das Gewicht nur noch 20 Prozent nach 30 Prozent im Vorquartal.) Die Börse blickt vor allem auf die Gewinnschätzungen für das kommende Jahr. Und diese steigen von 80,90 auf 82,30 USD. Auch die Gewinnschätzungen für 2007 gewinnen an Gewicht. Sie steigen um 1,20 USD auf 89,50 USD. Allerdings gibt es auch erhebliche Gefahren für die Gewinnentwicklung. Insbesondere der auf Schulden aufgebaute Konsum in den USA könnte 2006 oder 2007 einbrechen. Gemessen an diesem Risiko erscheint das aktuelle Markt-KGV von 16 nicht preiswert. Auf Basis der erhofften Gewinnsteigerungen sinkt es allerdings auf 14,3.

Sollte sich die US-Wirtschaft weiterhin als robust gegen Störungen erweisen, wäre ein höheres Gewinnvielfaches angemessen. Es errechnet sich ein um 1,3 Prozent auf 1.377 Punkte gesteigener Fair value. In der „forecast“-Berechnung bis Mitte 2006 bleibt der Fair value auf Basis der jetzigen Daten und trotz der Annahme eines Zinsanstiegs auf 5,25 Prozent bei rund 1.370 Punkten. Der S&P-500 ist in den letzten drei Monaten um fast drei Prozent gefallen. Damit erscheint der US-Aktienmarkt leicht unterbewertet.

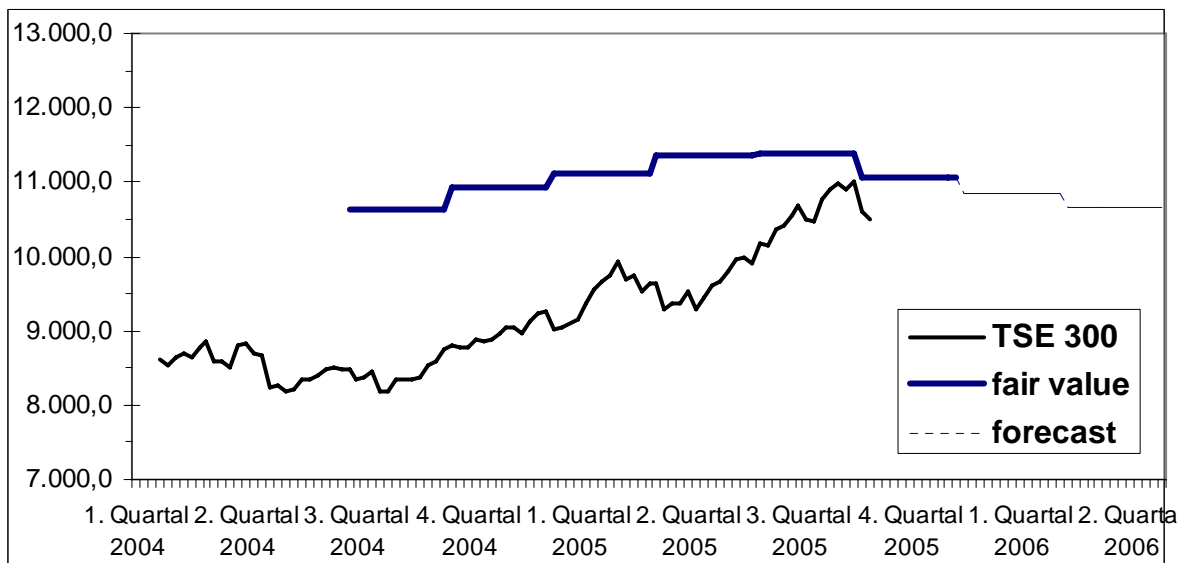


Bewertung TSE-300

Die Rahmenbedingungen für den kanadischen Aktienmarkt sind weitgehend unverändert. Der repräsentative Wert für den TSE-Indexgewinn steigt ohne Revision der Gewinnschätzungen durch den Zeitfortschritt um ein Prozent auf 690 CAD. Das Gewinnwachstum (CAGR) schwächt sich allerdings auch dort weiter ab. Es sinkt von 9,8 auf 8,1 Prozent.

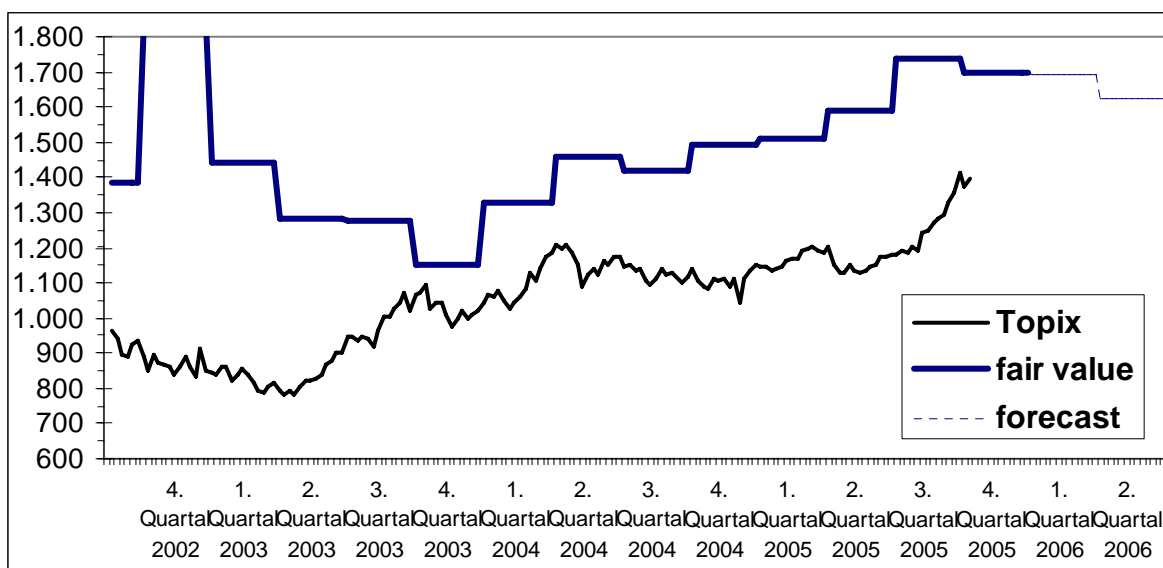
Günstiger als in den USA war die Entwicklung der kanadischen Kapitalmarktzinsen. Die zehnjährige Rendite sank anders als bei dem südlichen Nachbar in den letzten drei Monaten sogar leicht unter vier Prozent. Damit hat sich der Spread noch stärker als von uns erwartet auf 45 Basispunkte ausgeweitet. Das bremst den Sinkflug des angemessenen Markt-KGV für Toronto. Es liegt jetzt bei 16,0. Trotzdem sinkt der Fair value um 2,7 Prozent auf 11.065 Punkte.

Damit erscheint der kanadische Aktienmarkt nach der guten Performance in diesem Jahr jetzt fair bewertet. Auch in der vorausschauenden Berechnung („forecast“) bleibt der kanadische Markt angemessen bezahlt.



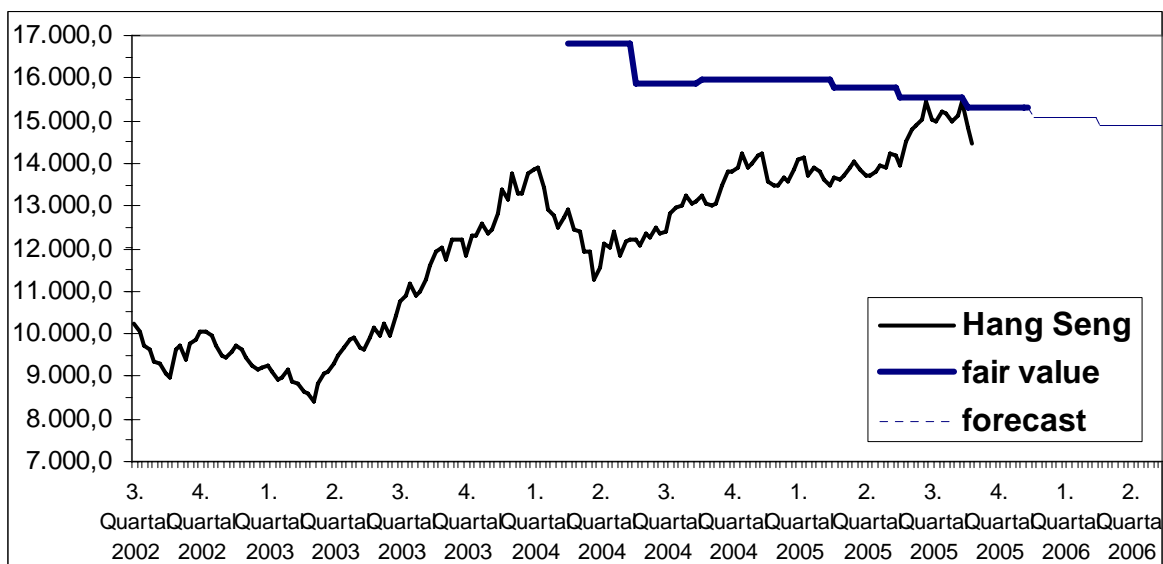
Bewertung Topix

Für das abgeschlossene Geschäftsjahr 2004 wurden die Unternehmensgewinne noch einmal auf gut 50 JPY nach unten korrigiert. Aber für das jetzt laufende Jahr und die folgenden Jahre erfolgen kleinere Anhebungen der Gewinnschätzungen. Der repräsentative Indexgewinn steigt um 2,8 Prozent auf 81,8 Yen. Allerdings sinkt das geglättete Gewinnwachstum (CAGR) leicht von 16,3 auf 15,2 Prozent. Der Topix erlebte gegenüber dem Zeitpunkt der Analyse im Vorquartal einen Kurssprung um 15,8 Prozent, wodurch das aktuelle Markt-KGV von 14,9 auf 16,8 gestiegen ist. Dies erscheint gemessen an den Rahmendaten aber immer noch günstig. Zwar sind die Zinsen in dieser Zeit recht deutlich gestiegen, nämlich von 1,23 auf 1,49 Prozent; mit über zwei Prozent Wirtschafts- und gut 15 Prozent Gewinnwachstum erscheint aber eine Rücknahme des angemessenen KGV von 21,8 auf 20,7 ausreichend. Im Ergebnis sinkt der Fair value nur leicht, nämlich um 2,2 Prozent oder 38 Zähler auf 1.697 Indexpunkte. Der Topix hat also im Gegensatz zum ersten Halbjahr im dritten Quartal den Abstand zu seinem Fair value verkürzt. Die Unterbewertung hat sich von 46 Prozent auf rund 23 Prozent halbiert. In der „forecast“-Berechnung bleibt der Fair value zunächst bei knapp 1.700. Wenn im Jahresverlauf 2006 aber auch die japanischen Zinsen deutlicher steigenden sollten, könnte der Fair value Richtung 1.600 fallen. Aber auch dann wäre der japanische Aktienmarkt noch unterbewertet.



Bewertung Hang Seng

Die Gewinne der im Hang Seng Index enthaltenen Unternehmen wurden auch in diesem Quartal keiner Revision unterzogen. Der repräsentative Indexgewinn für den Hongkonger Hang Seng steigt durch den Zeitfortschritt um 0,9 Prozent auf 996 HKD. Das geglättete Gewinnwachstum sinkt jetzt langsamer, nämlich nur noch von 5,8 auf 5,5 Prozent. Das angemessene KGV sinkt von 15,7 auf 15,4 und der Fair value um 1,2 Prozent oder 200 Punkte auf 15.332. Gleichzeitig ist der Hang Seng in den letzten drei Monaten um weitere 5,3 Prozent gestiegen, so dass die früher festgestellte Unterbewertung jetzt ausgeglichen wurde.

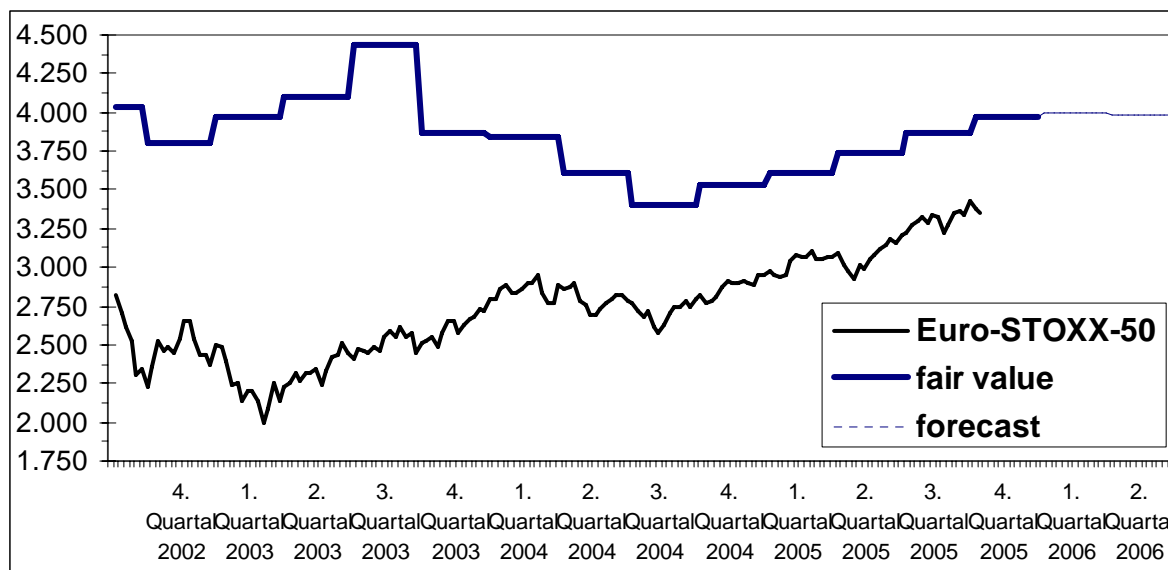


Bewertung Euro-STOXX-50

Die Gewinnentwicklung der großen Standardwerte in der Eurozone verliert an Dynamik. Die Schätzungen für die kumulierten Gewinne der im Euro-STOXX-50 enthaltenen Unternehmen konnten zuletzt nicht mehr angehoben werden. Der repräsentative Indexgewinn steigt noch einmal um 3,3 Prozent bzw. 8,5 Euro auf 260 Euro. Die ohnehin nicht mehr hohe Gewinnwachstumsrate (CAGR) sinkt langsam weiter, jetzt von 6,8 auf 6,6 Prozent.

Die zehnjährigen Euro-Renditen gingen gegenüber dem Zeitpunkt der Analyse im dritten Quartal noch einmal um 10 Basispunkte zurück, was das angemessene Aktienmarkt-KGV stabilisiert. Es bleibt mit 15,3 nahezu unverändert. Auch der Fair value verändert sich nur noch wenig und bleibt knapp unter 4.000. Der Euro-STOXX-50 selbst ist in den letzten drei Monaten um 4,5 Prozent gestiegen, so dass die Unterbewertung von 20 auf gut 17 Prozent gesunken.

In der „forecast“-Berechnung bleibt der Fair value zumindest bis Mitte 2006 stabil, wobei für die Eurozone auch nur noch ein Renditeanstieg auf 3,5 Prozent unterstellt wird.

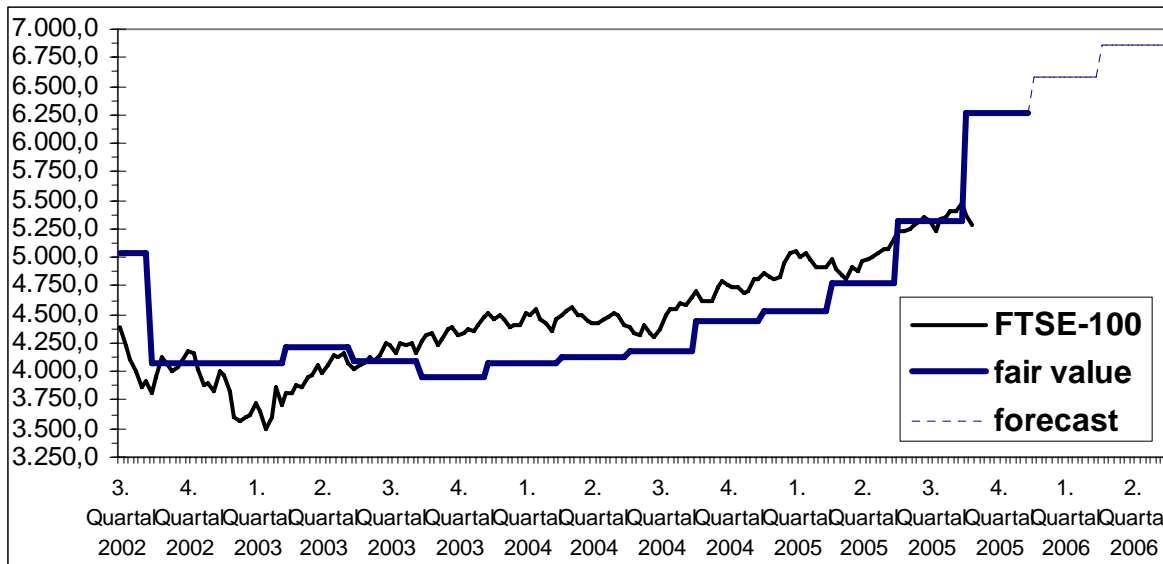


Bewertung FTSE-100

Die Erwartungen an das britische Wirtschaftswachstum müssen nochmals zurückgeschraubt werden. Der Durchschnittswert der BIP-Rate sinkt von 2,5 auf 2,2 Prozent. Dagegen werden die Gewinnschätzungen für den britischen FTSE-100 weiter angehoben. Der repräsentative Indexgewinn springt darauf noch einmal um rund 15 Prozent oder ca. 50 GBP auf 400 GBP. Entgegen dem internationalen Trend steigt das geglättete Gewinnwachstum (CAGR) von gut 7 auf knapp 9 Prozent.

Auch vom Rentenmarkt erhält die Börse London keinen Gegenwind. Die Rendite zehnjähriger Gilts ist um 5 Basispunkte auf 4,30 Prozent gefallen. Dies rechtfertigt eine Anhebung des angemessenen KGVs von 15,2 auf 15,6. Zusammen mit den höheren Unternehmensgewinne verhilft das dem Fair value zu einem Sprung um 17,8 Prozent auf 6.263 Punkte.

Der FTSE-100-Index ist in den letzten drei Monaten nur um 3,0 Prozent gestiegen, so dass sich die Unterbewertung auf das kontinentaleuropäische Niveau ausgeweitet hat. Dem britischen Markt drohen angesichts der dort schon deutlich höheren Renditen weniger Belastungen durch die Zinsentwicklung, so dass immerhin mit einer zweistelligen Rate weiter wachsenden Unternehmensgewinne dem Aktienmarkt weiteres Potenzial eröffnen sollten.

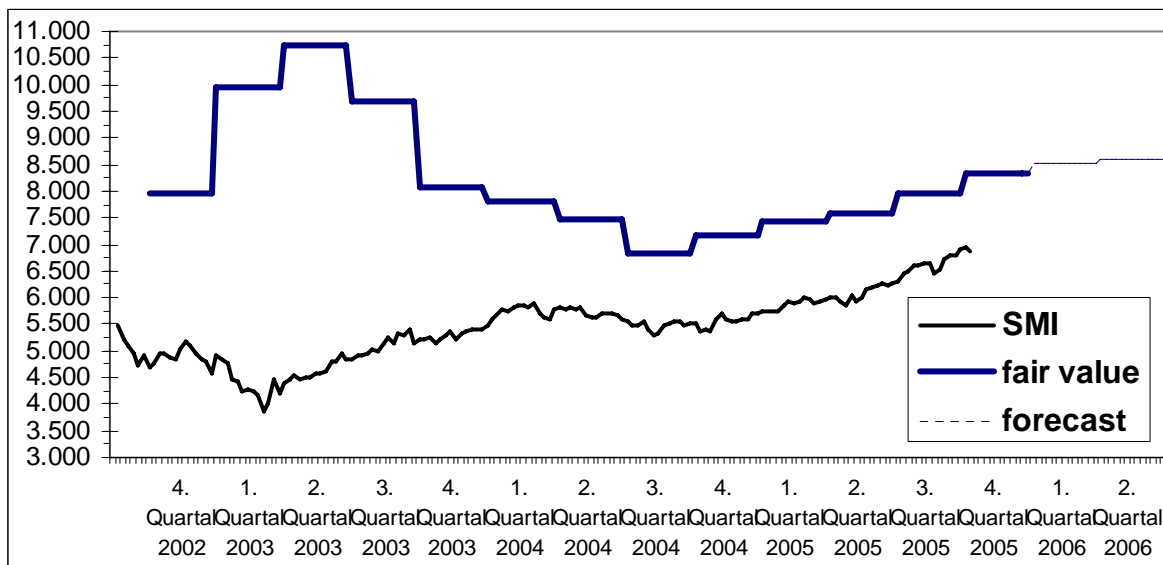


Bewertung SMI

Auch die Rahmenbedingungen für den Swiss Market Index (SMI) werden weiter positiv eingeschätzt. Die Erwartungen an das Wirtschaftswachstum für dieses und die kommenden Jahre werden leicht angehoben. Auch die Gewinnschätzungen steigen. Für den repräsentativen Indexgewinn ergibt sich mit 465 SFR jetzt ein 4,0 Prozent höherer Wert als vor drei Monaten.

Das geglättete Gewinnwachstum (CAGR) blieb wie erwartet bei rund 10 Prozent. Die zehnjährige Rendite sank sogar entgegen den Erwartungen unter zwei Prozent. Vor diesem Hintergrund steigt das angemessene KGV wieder leicht von 17,8 auf 17,9 und der Fair value um 4,8 Prozent oder weitere 383 Punkte auf 8.337.

Der SMI ist in den vergangenen drei Monaten stärker gestiegen, nämlich um 9,8 Prozent, so dass die Unterbewertung kleiner geworden ist. In der „forecast“-Berechnung steigt der Fair value im ersten Halbjahr 2006 auf gut 8.500 Punkte. Die Prognosen für die Kapitalmarktzinsen gehen dabei nur noch von einem Anstieg der zehnjährigen Zinsen auf 2,2 Prozent aus.



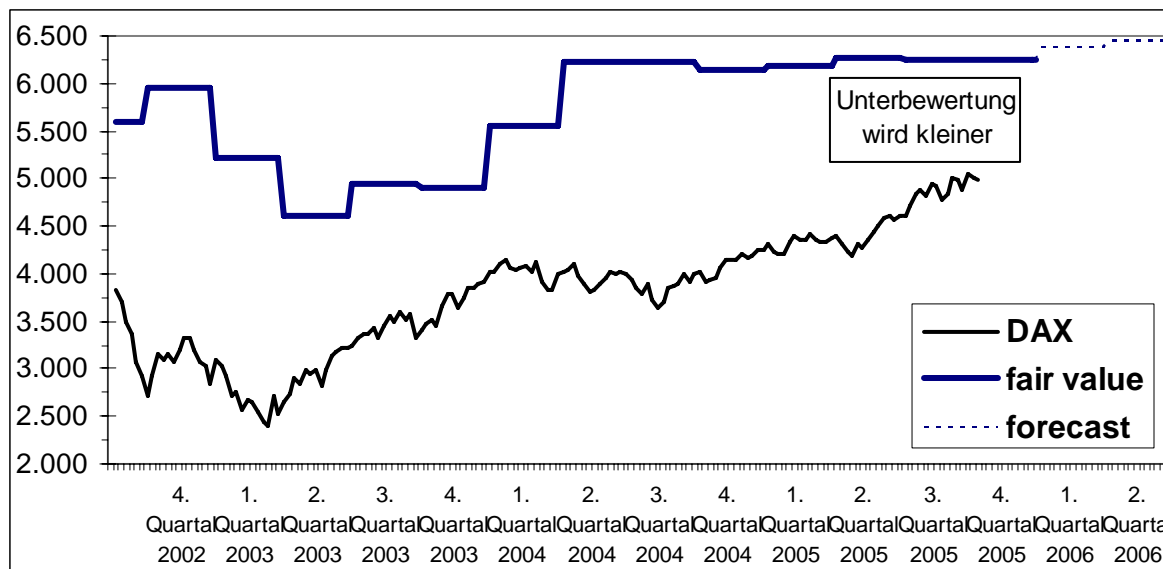
Bewertung DAX

Zwar müssen die Erwartungen an das ohnehin geringe Wirtschaftswachstum in Deutschland nochmals zurückgeschraubt werden, die Gewinnentwicklung der deutschen Unternehmen kann sich aber bekanntlich davon abkoppeln. Bei der jüngst erfolgten Revision der Gewinnschätzungen wird abermals die gesamte Gewinnreihe für die Jahre 2004 bis 2007 angehoben.

Der verdichtete Unternehmensgewinn für die 30 DAX-Unternehmen steigt gegenüber der Analyse im Vorquartal immerhin um 5,2 Prozent. Dies entspricht einem Anstieg um 20 Euro auf 397 Euro. Dabei schwächst sich die Steigerungsrate erwartungsgemäß weiter ab. Das geglättete Gewinnwachstum (CAGR) sinkt von 11,8 auf 10,5 Prozent. Zwar sind die Kapitalmarktzinsen sogar noch weiter gefallen, nämlich um 5 Basisstellen auf 3,17 Prozent für zehnjährige Bundesanleihen. Das vermag aber wie schon im ersten Halbjahr das Absinken des angemessenen KGVs nicht mehr aufzuhalten. Es sinkt von 16,6 auf 15,3. Im Ergebnis bleibt der Fair value nahezu unverändert bei 6.245.

In der „forecast“-Berechnung stabilisiert sich das Gewinnwachstum bei 10,5 Prozent. Bleibt die Belastung durch einen Zinsanstieg gering, was bei zehnjährigen Renditen unter 3,5 Prozent der Fall sein dürfte, steigt der Fair value des DAX bis Mitte 2006 auf gut 6.400 Punkte.

Der DAX ist in den vergangenen drei Monaten um 8 Prozent gestiegen, womit die früher richtigerweise festgestellte hohe Unterbewertung wieder kleiner geworden ist. Neben dem französischen CAC-40 ist der DAX unter allen analysierten Standardwerteindizes aber immer noch am stärksten unterbewertet.



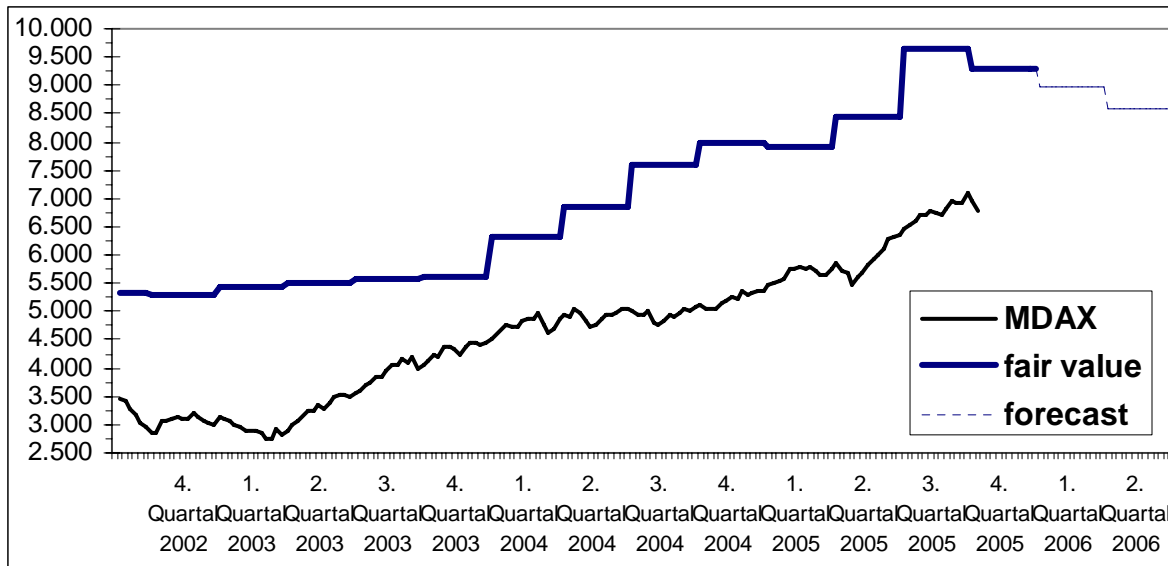
Bewertung MDAX

Die Gewinnschätzungen für den MDAX wurden zuletzt weniger deutlich nach oben korrigiert als beim DAX. Der repräsentative Indexgewinn steigt dennoch um 4,6 Prozent oder 21 Euro auf 478 Euro. Vor allem der hohe Gewinnsprung auf dieses Jahr hält das geglättete Gewinnwachstum (CAGR) noch hoch.

Weil das Augenmerk aber zunehmend den für 2006 und 2006 erhofften Gewinnsteigerungen gilt, sinkt der CAGR-Wert von 25,5 auf 21,6 Prozent. Dies begründet den Rückgang des angemessenen KV von 21,1 auf 19,4. Trotz des höheren Gewinnniveaus lässt dies den Fair value erwartungsgemäß sinken, nämlich um 3,7 Prozent oder 360 Punkte auf 9.285.

Tatsächlich ist der MDAX in den letzten drei Monaten um 7,8 Prozent gestiegen und hat dabei neue Allzeithochs über 7.000 markiert. Rechnerisch ist der MDAX trotzdem jetzt noch um ein Drittel unterbewertet.

Allerdings sinkt der Fair Value in der „forecast“-Berechnung wegen der Normalisierung des Gewinnwachstums bis zur Jahresmitte 2006 auf 8.580 Punkte. Damit würde die Unterbewertung dann die gleiche Größenordnung wie beim DAX haben.



© 2005 Drescher&Cie GmbH

Drescher&Cie
zur Startseite

© 2000 Drescher&Cie GmbH

Wichtige Hinweise:

Der Inhalt dieser Informationen ist ohne Gewähr. Alle Informationen beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Deshalb dienen alle Hinweise der aktuellen Information ohne letztliche Verbindlichkeit, begründen also kein Haftungsobligo. Die Angaben können ein Beratungsgespräch nicht ersetzen und sind kein Angebot zum Kauf von Wertpapieren. Kein Teil dieser Informationen darf (auch nicht auszugsweise) ohne unsere ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung reproduziert werden. Eine Nutzung im Bereich des Internets, insbesondere eine Einbindung in "Frames", bedarf ebenfalls dieser Erlaubnis. Jede im Bereich eines gewerblichen Unternehmens hergestellte oder genutzte Kopie verpflichtet zur Gebührenzahlung an Drescher&Cie Gesellschaft für Wirtschafts- und Finanzinformationen mbH. Zur Veröffentlichung freigegebene Artikel und Presseinformationen sind entsprechend gekennzeichnet und dürfen unter Nennung der Quelle publiziert werden. Erfüllungsort und Gerichtsstand ist Siegburg.

Aktuelle Informationen erhalten sie hier: www.drescher-cie.de