



## Fonds Scout - Leserservice

# Ergebnisse der W.I.N-Analyse im 1. Quartal 2006

Die nachfolgenden Ergebnisse wurden auf dem W.I.N-Workshop am 18. Januar 2006 erarbeitet. Der nächste W.I.N-Workshop findet am Mittwoch, dem 19. April 2006 im Seminarraum von Drescher&Cie GmbH, Westerwaldstr. 10 in 53757 Sankt Augustin statt.

### W.I.N-Modell

Nach einer Konsolidierungskorrektur im Oktober setzte sich der Kursaufschwung im vierten Quartal des vergangenen Jahres erwartungsgemäß fort. Die vor drei, zwei und einem Jahr mit dem W.I.N-Modell festgestellte hohe Unterbewertung der meisten Aktienmärkte ist damit deutlich kleiner geworden. Dies gilt allem für Japan, dessen Aktien im vergangenen Jahr für viele überraschend, aber im Rahmen der W.I.N-Indikation, um gut 40 % gestiegen sind. Auch alle anderen bewerteten Aktienmärkte haben sich den berechneten Fair Values stark angenähert und damit einmal mehr die Funktionsfähigkeit des W.I.N-Modells bewiesen.

### Wirtschaftswachstum

Das seit langem unterstellte Basisszenario behält Gültigkeit: Für die etablierten Volkswirtschaften gehen wir von einer Beschleunigung des Wirtschaftswachstums in 2006 aus. Das Bruttoinlandsprodukt dürfte besonders in Japan und Kontinentaleuropa in diesem Jahr stärker wachsen als im Vorjahr.

2007 könnte sich das Wachstum dann möglicherweise weltweit abschwächen. Auffällig hoch dürfte dieses Auf und Nieder durch die geplante Mehrwertsteueranhebung in Deutschland ausfallen: 2006 könnten gute Exporterfolge und die erstmals wieder bessere Binnennachfrage das deutsche BIP um mehr als 1,5 % wachsen lassen. Wir kalkulieren zunächst sicherheitshalber nur mit 1,3 %.

Für 2007 rechnen wir aber mit einem Rückfall unter 1 %. Für 2008, das wir erstmals einbeziehen, ist auch international noch kein klarer Trend erkennbar. Die geglätteten BIP-Wachstumsraten bleiben gegenüber der Analyse im Vorquartal nahezu unverändert, so dass sich daraus keine wesentlichen Impulse für eine Neubewertung ergeben.

### Unternehmensgewinne

Die Unternehmensgewinne steigen in allen beobachteten Märkten weiter, wobei die Steigerungsraten in diesem Jahr zweistellig ausfallen dürften, 2007 aber nur noch einstellig. Die Analysten haben ihre Gewinnprognosen mehrheitlich weiter angehoben. Wie erwartet fallen die Zuwachsraten aber nicht mehr so hoch aus. Die über mehrere Jahre geglätteten Gewinnwachstumsraten (CAGR) verändern sich gegenüber der Analyse im Vorquartal nicht mehr sehr.

## **KGV und PEG-Ratios**

In den letzten Monaten sind die Aktienkurse stärker gestiegen als die Unternehmensgewinne, so dass die Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) gestiegen sind, wenn auch unterschiedlich stark. Rasant verteuert hat sich der japanische Aktienmarkt. Damit setzte sich dort die Mitte vergangenen Jahres begonnene Bewegung fort. Inzwischen ist Japan mit einem KGV von gut 19 der mit Abstand teuerste der bewerteten Märkte. MDAX und SMI folgen erst mit größerem Abstand mit einer auf jeweils 15,7. Bei den ohnehin preiswerteren Märkten fiel der KGV-Anstieg geringer aus. Der schon bei der Analyse im Vorquartal verbilligte FTSE-100 konnte sein KGV gegen den Trend sogar noch einmal reduzieren und gehört damit neben dem DAX und dem Euro-STOXX-50 jetzt zu den nach Markt-KGV preiswertesten Märkten. Dieses Bild relativiert sich etwas, wenn man die zweite PEG-Dimension betrachtet: das Gewinnwachstum (CAGR). Am stärksten geht es da zurück, wo es bislang am höchsten war: beim MDAX. Mit 18,8 % errechnen wir aber dort immer noch den höchsten CAGR-Wert, was dem MDAX immer noch ein sehr attraktives PEG-Ratio von 0,8 beschert. Nach diesem Kriterium bleibt der österreichische ATX mit einem auf 1,0 verbesserten PEG-Ratio der nächstattractive Markt. In Wien ist der CAGR-Wert stärker gestiegen als das KGV. Leicht be bessert haben sich die PEG-Ratios auch beim FTSE-100 (auf 1,4) und beim Euro-STOXX-50 (auf 1,8), leicht verschlechtert beim S&P-500 (auf 1,5) und beim DAX (auf 1,3). Der japanische Aktienmarkt konnte dagegen den Kursrallye-bedingten KGV-Anstieg nicht durch höheres Gewinnwachstum kompensieren. Das PEG-Ratio steigt auf 1,5, liegt damit aber gleichauf mit dem S&P-500 und dem SMI und nach wie vor besser als beim Euro-STOXX-50.

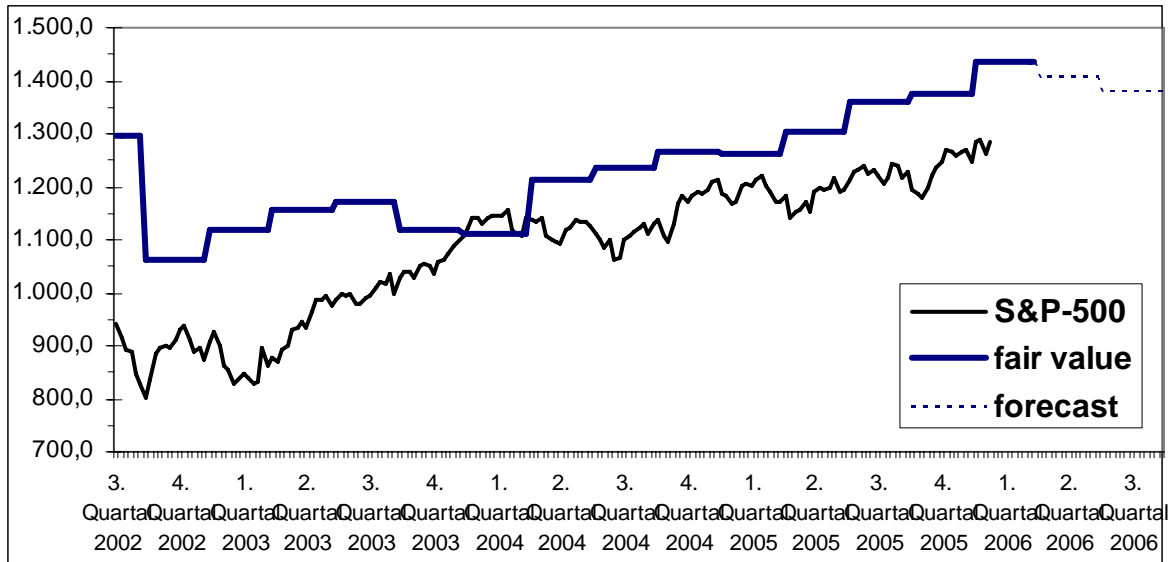
## **Zinsen und angemessene KGV**

Unsere Prognose einer Trendwende am Rentenmarkt erwies sich bislang als zu pessimistisch. In den vergangenen drei Monaten blieben die Trends an den Anleihemärkten uneinheitlich und weitgehend richtungslos: Die zehnjährige Rendite lag bei US-Bonds mit 4,43 % am Tag der Analyse genau so hoch wie bei der Analyse im Vorquartal. Die entsprechenden japanischen Zinsen sind sogar um 10 Basisstellen auf nur 1,39 % gefallen. In Großbritannien setzte sich der Rückgang der Renditen fort; in Kontinentaleuropa ging es dagegen leicht bergauf. Trotzdem bleiben die Rentenmärkte in Relation zu den Aktienmärkten überbewertet: Für die Schweiz errechnet sich ein Rentenmarkt-KGV von rund 50, für die Euro-Zone von etwa 30. Dies begünstigt weiterhin die angemessenen Kurs-Gewinn-Verhältnisse für die Aktienmärkte. Sie liegen jetzt in der Bandbreite 15,4 (DAX) bis 20,2 (Topix). Die Veränderungen gegenüber der Analyse im Vorquartal sind gering. Am stärksten ist der Rückgang des angemessenen KGV, wie erwartet, wieder beim MDAX. Das als angemessen berechnete KGV sinkt von 19,4 auf 18,3. Auch beim japanischen Topix sinkt das angemessene KGV weiter, allerdings nur von 20,7 auf 20,2. Leichte Anhebungen erfolgen erneut beim FTSE-100 von 15,6 auf 15,8 und beim SMI von 17,9 auf 18,2. Die „forecast“-Berechnung unterstellt weiterhin für alle Märkte einen Zinsanstieg, was mehrheitlich ein leichtes Absinken der angemessenen KGV im Jahresverlauf erwarten lässt.

## **Bewertung S&P-500**

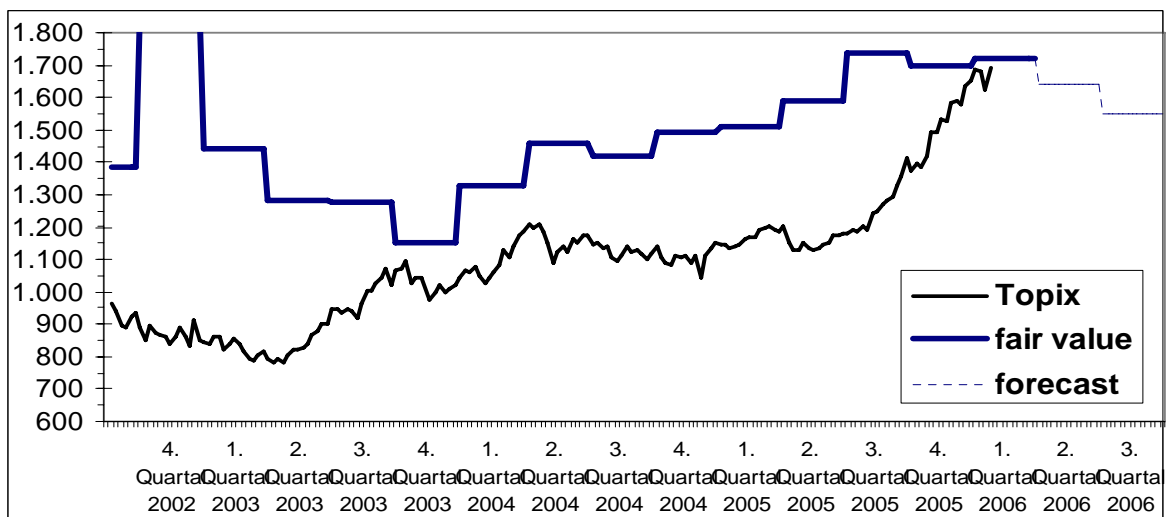
Die US-Aktienindizes befinden sich in einem flachen, mittelfristigen Aufwärtstrend. Der S&P-500 ist seit der Analyse im vierten Quartal 2005 um rund 100 Punkte gestiegen und hat damit einen Teil des damals festgestellten Aufwertungspotenzial wahrgenommen. Gegenüber der Analyse im 4. Quartal steigt der repräsentative S&P-500-Unternehmensgewinn um 4,7 % auf 86,80 Dollar, was sich abermals auf den Zeitfortschritt und Anhebungen der Gewinnschätzungen stützt. Dabei errechnet sich für diesen Jahr ein Gewinnanstieg um 14,5 % und für das kommende Jahr von 6,8 %. Allerdings muss erneut an die Gefahren für dieses optimistische Szenario hingewiesen werden: Insbesondere der auf Schulden aufgebaute Konsum in den USA könnte 2006 oder 2007 einbrechen.

Sollte sich die US-Wirtschaft aber weiterhin als robust gegen Störungen erweisen, wäre weiterhin ein Gewinnvielfaches von 16,6 angemessen. Daraus errechnet sich ein um 4,4 % auf 1.437 Punkte gestiegener Fair value. In der „forecast“-Berechnung bis zum 3. Quartal 2006 sinkt der Fair value aufgrund sinkenden Gewinnwachstums und steigender Kapitalmarktzinsen auf rund 1.380 Punkten. Der S&P-500 ist in den drei Monaten seit der Analyse im 4. Q. 2005 um 8,0 % gestiegen, stärker als der Fair Value, wodurch die Unterbewertung von 16 % auf 12 % gesunken ist. Diese geringe Unterbewertung reicht angesichts der Risiken nicht aus, um größere US-Engagements zu rechtfertigen.



### Bewertung Topix

Die Schätzungen für die japanischen Unternehmensgewinne steigen bekanntlich seit Jahren; von der Börse gewürdigt wird dies erst seit Mitte vergangenen Jahres. Der repräsentative Indexgewinn steigt auch gegenüber der Analyse im Vorquartal noch einmal, nämlich um 4,2 % auf 85,2 Yen. Gleichzeitig dürfte sich die Abschwächung des Gewinnwachstums (CAGR) fortsetzen. Der CAGR-Wert fällt jetzt von 15,2 % auf 13,2 %. Aufgrund des hohen Zustroms ausländischen Kapitals und der Wiederentdeckung durch heimische Anleger setzte die japanische Börse ihre Kursrallye fort. Der Topix stieg seit dem Zeitpunkt der Analyse im Vorquartal um 18,8 %, wodurch inzwischen der größte Teil der von uns wiederholt festgestellten Unterbewertung ausgeschöpft ist. Gebremst durch den Zinsrückgang von 1,49 auf 1,39 Prozent sinkt das angemessenen KGV nur leicht von 20,7 auf 20,2. Im Ergebnis kann der Fair value leicht steigen, nämlich um 1,5 % oder 26 Zähler auf 1.723 Indexpunkte. Mit Blick auf unsere „forecast“-Berechnung, die einen Zinsanstieg Richtung 2,5 % unterstellt, erscheint der Topix jetzt sogar angemessen bewertet, denn der Fair value könnte unter 1.700 fallen. Allerdings bleibt abzuwarten, ob die japanischen Unternehmen dem nicht mit stärker steigenden Unternehmensgewinnen entgegen treten können.

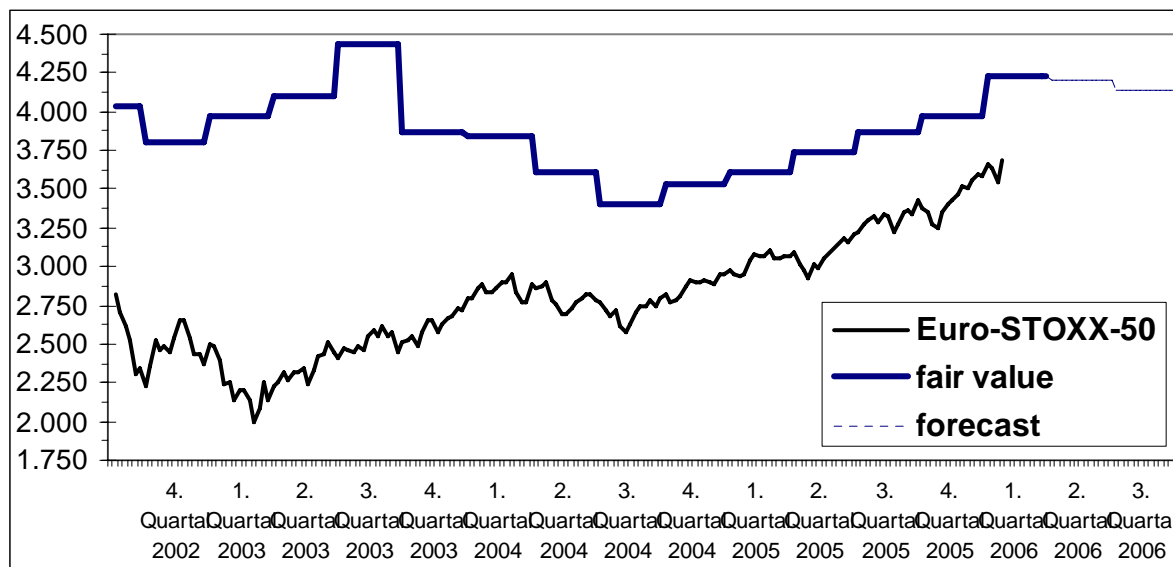


## Bewertung Euro-STOXX-50

Die Gewinnentwicklung der großen Standardwerte in der Eurozone hatte bereits im vergangenen Jahr an Dynamik verloren, verbessert sich aber auf Basis der Gewinnschätzungen für dieses und das kommende Jahr wieder. Der repräsentative Indexgewinn steigt gegenüber den Analyse im Vorquartal um 4,6 % bzw. gut 12 Euro auf 272 Euro. Die im internationalen Vergleich weiterhin geringe Gewinnwachstumsrate (CAGR) erholte sich von 6,6 % auf 7,6 %.

Die zehnjährigen Euro-Renditen stiegen gegenüber dem Zeitpunkt der Analyse im 4. Quartal um 14 Basispunkte. Im Ergebnis steigt das angemessene Aktienmarkt-KGV leicht auf 15,5. In Verbindung mit den höheren Unternehmensgewinnen steigt der Fair value um 6,4 % auf 4.223. Der Euro-STOXX-50 selbst ist in den letzten drei Monaten etwas stärker gestiegen, nämlich um 7,6 %, so dass die Unterbewertung leicht von 17 % auf 16 % sinkt.

In der „forecast“-Berechnung bleibt der Fair value trotz eines unterstellten Renditeanstiegs auf 3,75 % über 4.100.



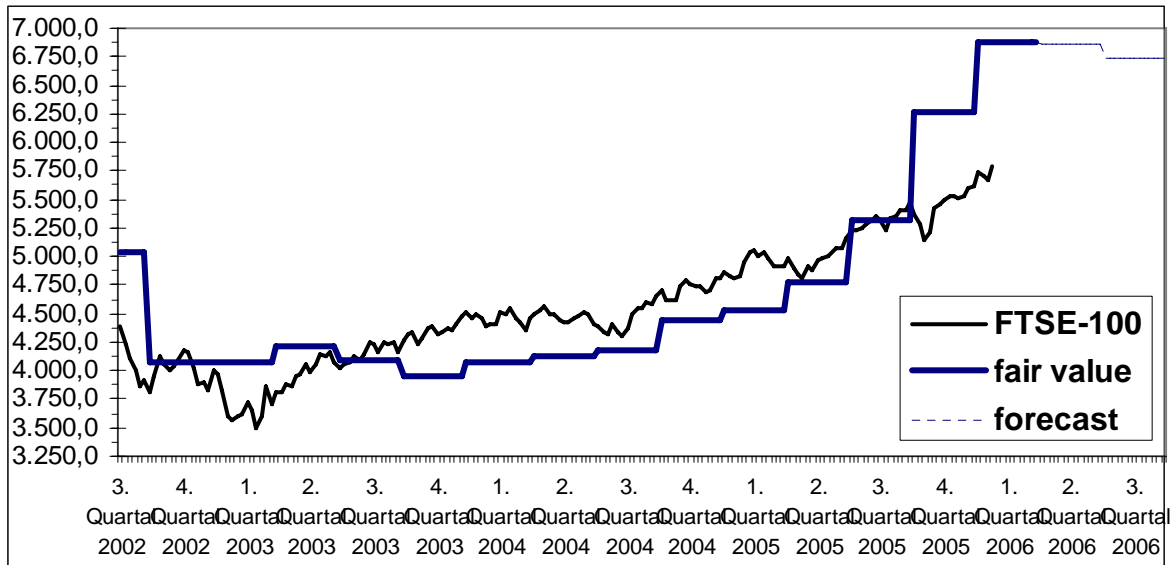
## Bewertung FTSE-100

Auch die Gewinnschätzungen für den britischen FTSE-100 können weiter angehoben werden. Der repräsentative Indexgewinn steigt noch einmal deutlicher als bei den anderen analysierten Märkten, nämlich um 8,4 % auf 434 GBP.

Sogar das geglättete Gewinnwachstum (CAGR) steigt noch einmal, wenn auch nur leicht, nämlich von 8,9 % auf 9,2 %. Unterstützung erhält die Börse London weiterhin vom Rentenmarkt: Die Rendite zehnjähriger Gilts ist in den letzten drei Monaten um 21 Basispunkte auf 4,09 % gefallen.

In der Summe begründet dies eine leichte Anhebung des angemessenen KGV von 15,6 auf 15,8. Zusammen mit den höheren Unternehmensgewinnen verhilft das dem Fair value zu einem Anstieg um 9,8 % auf 6.875 Punkte.

Der FTSE-100-Index ist in den letzten drei Monaten nur um 6,0 % gestiegen, so dass die Unterbewertung inzwischen im internationalen Vergleich relativ groß ist. In der „forecast“-Berechnung hatten wir diese relative Verbesserung bereits vergangenes Jahr prognostiziert. Der Fair value dürfte über 6.800 bleiben.

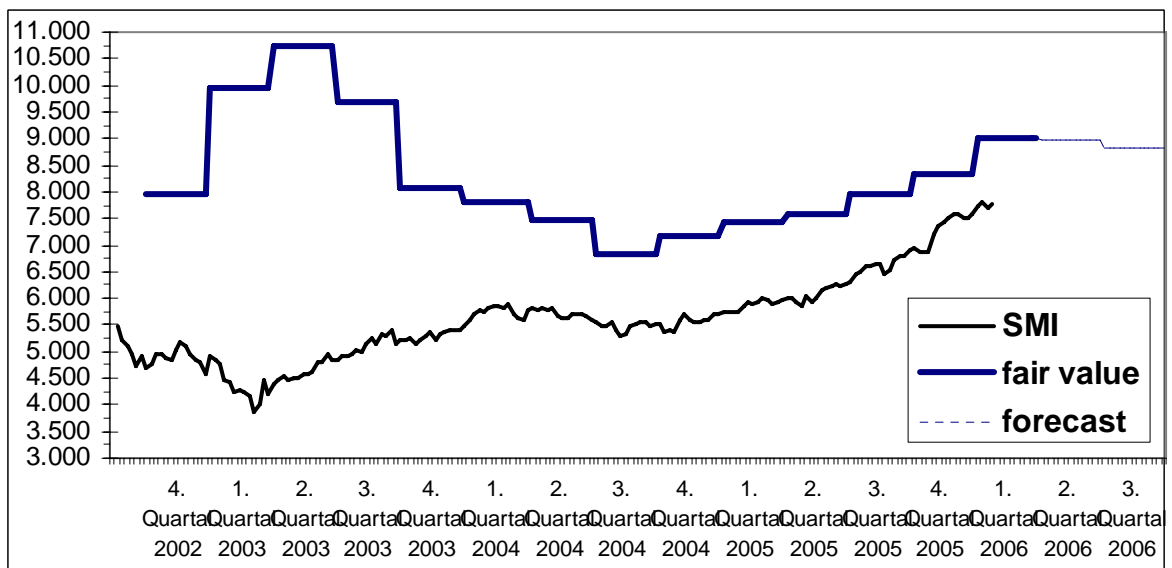


### Bewertung SMI

Auch die Rahmenbedingungen für den Swiss Market Index (SMI) haben sich noch weiter verbessert. Die Erwartungen an das Wirtschaftswachstum können erneut leicht angehoben werden. Noch deutlicher stiegen die Gewinnschätzungen. Für den repräsentativen Indexgewinn ergibt sich mit 494 CHF jetzt ein 6,2 % höherer Wert als vor drei Monaten. Das geglättete Gewinnwachstum (CAGR) steigt auf 10,7 %.

Die zehnjährige Rendite stieg um 6 Basispunkte auf 1,97 %. Vor diesem Hintergrund kann das angemessene KGV leicht von 17,9 auf 18,2 und der Fair value deutlich um 8,0 % auf 9.001 angehoben werden.

Der SMI ist in den vergangenen drei Monaten wieder stärker gestiegen, nämlich um 12,0 %, so dass die Unterbewertung von 20 % auf rund 15 % geschrumpft ist. In der „forecast“-Berechnung sinkt der Fair value im Jahresverlauf Richtung 8.800 Punkte. Dabei gehen wir für die Kapitalmarktzinsen von einem Anstieg der zehnjährigen Zinsen auf 2,45 % aus.



## Bewertung DAX

Die Erwartungen an das Wirtschaftswachstum in Deutschland folgen jetzt einer Zick-Zack-Linie: Auf das sehr schwache 2003 folgte ein von der Weltwirtschaft begünstigtes 2004. 2005 traten die strukturellen Schwächen Deutschlands wieder stärker hervor. Für dieses Jahr nimmt der Optimismus stark zu, weil auch die Binnennachfrage besser werden dürfte, bevor es 2007 wieder einen Dämpfer gibt.

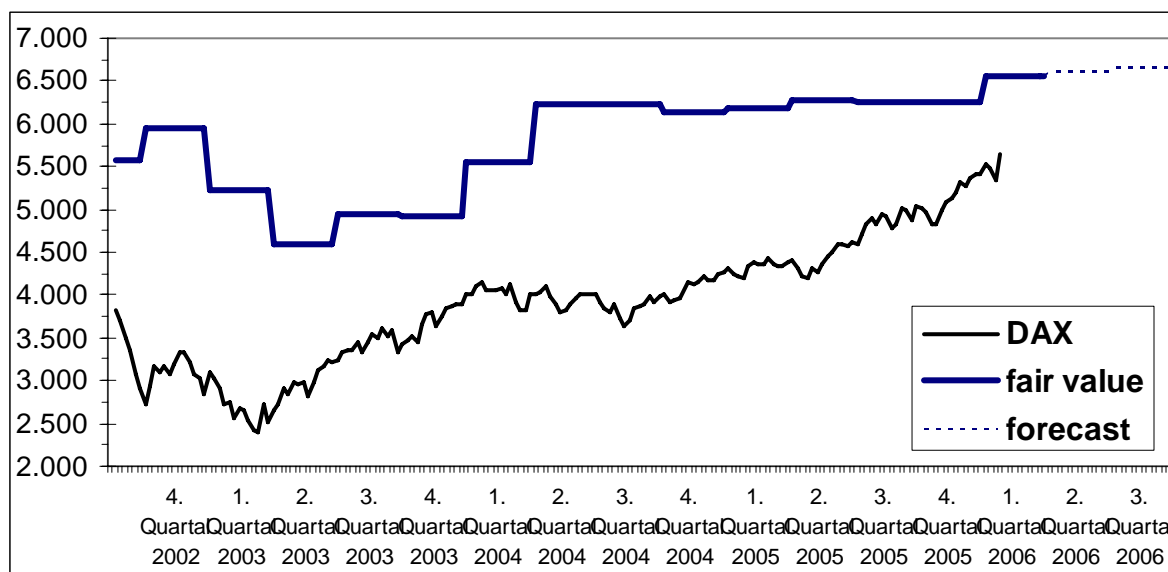
Das von uns berechnete, über fünf Jahre geglättete Wirtschaftswachstum bleibt mit rund einem Prozent im internationalen Vergleich das niedrigste. Dass sich die Gewinnentwicklung der deutschen Unternehmen davon abkoppeln kann, ist hier mehrfach betont worden. Auch zuletzt überwogen die Gewinnrevisionen nach oben.

Der verdichtete Unternehmensgewinn für die 30 DAX-Unternehmen steigt gegenüber der Analyse im Vorquartal um 6,9 % oder 27 Euro auf 424 Euro. Wie erwartet stabilisiert sich die geglättete jährliche Steigerungsrate (CAGR) bei gut 10 %.

Die Kapitalmarktzinsen sind nur leicht gestiegen, nämlich um 8 Basisstellen auf 3,25 % für zehnjährige Bundesanleihen. Auch das angemessenen Markt-KGV verändert sich wenig. Aus der Multiplikation der Unternehmensgewinne mit der Faktor 15,4 ergibt sich der Fair value von 6.551. Er liegt damit 4,9 % oder 306 Punkte höher als im 4. Quartal 2005.

Der DAX ist seit der damaligen Analyse stärker gestiegen, von Stichtag zu Stichtag um 8,7 %, wodurch die seit Sommer 2002 festgestellte himmelschreiend hohe Unterbewertung wieder kleiner geworden ist.

Erfreulicherweise kann der Fair value in der „forecast“-Berechnung aber sogar über 6.600 steigen, womit deutsche Standardwerte weiterhin attraktiv bewertet sind.

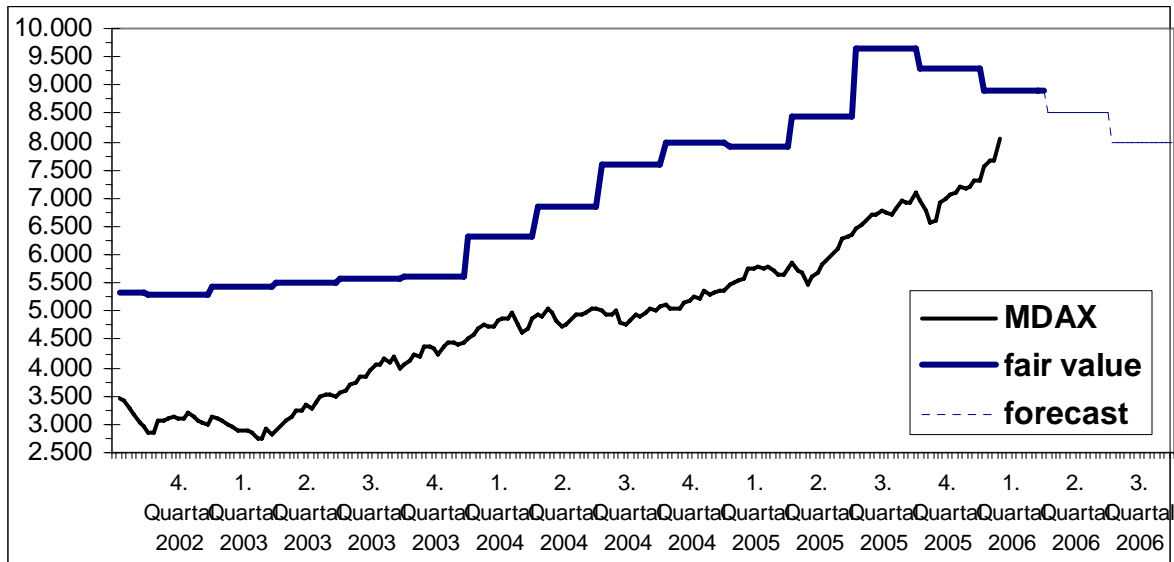


## Bewertung MDAX

Die Gewinnschätzungen für den MDAX wurden auch zuletzt weniger deutlich als beim DAX nach oben korrigiert. Der repräsentative Indexgewinn steigt nur um 2,1 % oder 10 Euro auf 488 Euro. Das Gewinnwachstum (CAGR) sinkt, liegt mit 18,8 % aber noch deutlich über dem des DAX.

Allerdings nähert sich das angemessene Markt-KGV dem der Standardwerte. Es sinkt von 19,4 auf 18,3. Damit sinkt erwartungsgemäß auch der Fair value, nämlich um 4,0 % oder 371 Punkte auf 8.914. Tatsächlich ist der MDAX in den drei Monaten zwischen den Analyse-Stichtagen um 9,8 % gestiegen und hat neue Allzeithochs über 8.000 erreicht.

Die auch vergangenes Jahr noch bestehende Unterbewertung des MDAX – auch gegenüber dem DAX – schwindet durch die starke (Out-) Performance: Rechnerisch ist der MDAX jetzt erstmals weniger attraktiv als der DAX, zumal sich die Talfahrt des Fair value in der „forecast“-Berechnung wegen der Abschwächung des Gewinnwachstums fortsetzt. Die lange Zeit der fundamental begründeten Outperformance des MDAX gegenüber dem DAX ist damit beendet.



© 2006 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 Haftungsobligio. 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](http://www.drescher-cie.de)