



Drescher&Cie

Fonds mit anderen Augen sehen ...



Fonds Scout - Leserservice

Ergebnisse der W.I.N-Analyse im 3. Quartal 2006

W.I.N-Modell

Die Aufgabe der fundamentalen, quantitativen Analyse besteht darin, aus realwirtschaftlichen Daten einen angemessenen Wert („fair value“) herzuleiten. „W.I.N“ steht für „Weltweite Indikation für Indizes“. Das Modell berechnet aus dem makroökonomischen Datenkranz und kumulierten Unternehmensgewinnen angemessene Werte für Aktienindizes. Die so ermittelten fairen Werte sind keine Prognose, sondern eine Indikation für Über- oder Unterbewertung.

Mittels W.I.N wurde die Überwertung 1999 / 2000 ebenso erkannt wie die Unterbewertung der Aktienmärkte seit Mitte 2002. Bis Mitte Mai diesen Jahres wurde die Unterbewertungsschere durch die dreijährige Hausse weitgehend geschlossen. Erst durch die Korrektur bis Mitte Juni ist wieder eine nennenswerte Unterbewertung entstanden, wenn sie auch bei weitem nicht so groß ist wie vor zwei oder drei Jahren.

Volkswirtschaft	BIP-Wachstumsrate (Schätzung)				geglättete Durchschnitts- werte 2004 bis 2008	aktuelles Markt-KGV PEG-Ratio	angemessen es Markt-KGV Index fair value
	Unternehmensgewinn(schätzung)						
Aktueller Stand	Unternehmensgewinnwachstum						
Jahr	2005	2006	2007	2008			
USA	3,6	3,4	2,8	3,2	+ 3,3 %	13,6	15,5
S&P-500	76,1	85,6	93,6	99,3	92,6	1,4	1.437
1.258	+ 14,4 %	+ 12,5 %	+ 9,3 %	+ 6,1 %	+ 9,5 %		+ 14 %
EUROpa	1,4	2,2	1,6	1,8	+ 1,8 %	11,5	14,1
DJ Euro STOXX 50	279,0	294,0	311,7	329,5	310,8	2,0	4.371
3.586	+ 23,8 %	+ 5,4 %	+ 6,0 %	+ 5,7 %	+ 5,8 %		+ 22 %
Deutschland	1,0	1,4	0,6	1,2	+ 1,0 %	11,8	14,5
DAX (30)	386,8	427,2	472,3	512,6	468,8	1,2	6.798
5.539	+ 16,0 %	+ 10,4 %	+ 10,5 %	+ 8,5 %	+ 10,0 %		+ 23 %
Deutschland	1,0	1,4	0,6	1,2	+ 1,0 %	13,9	16,4
MDAX	393,8	487,3	560,5	603,2	549,2	0,9	9.022
7.639	+ 62,5 %	+ 23,8 %	+ 15,0 %	+ 7,6 %	+ 15,8 %		+ 18 %
Großbritannien	1,8	2,2	2,3	2,5	+ 2,3 %	12,2	14,2
FTSE 100	413,8	452,3	476,9	496,9	474,5	1,9	6.757
5.778	+ 13,2 %	+ 9,3 %	+ 5,5 %	+ 4,2 %	+ 6,3 %		+ 17 %
Japan	2,6	2,9	1,9	1,7	+ 2,3 %	15,7	17,6
Topix (1. Sektion)	79,3	86,0	94,6	102,2	93,9	1,7	1.657
1.475	+ 56,3 %	+ 8,5 %	+ 10,1 %	+ 8,0 %	+ 9,1 %		+ 12 %
Schweiz	1,6	2,5	1,9	1,8	+ 2,0 %	13,7	17,3
SMI	440,2	503,0	556,7	615,5	555,3	1,2	9.606
7.604	+ 13,3 %	+ 14,3 %	+ 10,7 %	+ 10,6 %	+ 11,7 %		+ 26 %

Wirtschaftswachstum

Mit unserer schon sehr früh formulierten Erwartung eines beschleunigten Wirtschaftswachstums 2006 behalten wir offenbar recht. Das Bruttoinlandsprodukt dürfte zumindest in Japan und in Europa stärker wachsen als im Vorjahr. Für 2007 gehen wir von einem „Soft landing“-Szenario aus: Das Wachstum dürfte sich weltweit spürbar abschwächen, aber in der Nähe des Trendwachstums bleiben. Allein Großbritannien könnte sich im Kreis der größeren Volkswirtschaften dieser Tendenz möglicherweise entziehen und sich mit über zwei Prozent BIP-Wachstum wieder an die europäische Spitze setzen. Umgekehrt droht Deutschland wieder mit weniger als einem Prozent Wachstum das Schlusslicht zu bilden. Für 2008 rechnen wir dann auch international wieder mit einer Wachstumsbeschleunigung. Die geglätteten BIP-Wachstumsraten bleiben gegenüber den Analysen in den Vorquartalen wenig verändert, so dass sich daraus keine wesentlichen Impulse für eine Neubewertung ergeben. Die USA bleiben mit einem geglätteten Wirtschaftswachstum von 3,3 % von den bewerteten Volkswirtschaften Spitzenreiter. In Europe reicht die Bandbreite von einem Prozent im Fall von Deutschland bis 2,3 % für Großbritannien. Auf 2,3 % kommt auch Japan.

Unternehmensgewinne

Die erzielten Unternehmensgewinne und die Gewinnsschätzungen steigen in allen beobachteten Märkten weiter, wobei die Steigerungsraten in diesem Jahr erwartungsgemäß nicht mehr so hoch ausfallen wie 2005. Für 2007 gehen wir durchschnittlich von 10 % Gewinnwachstum aus. Höher dürfte es mit etwa 15 % beim MDAX bleiben, niedriger beim österreichischen ATX mit gut 3 % ausfallen. Die über mehrere Jahre geglätteten Gewinnwachstumsraten (CAGR) sinken in die Bandbreite von nur noch 5,8 % beim Euro-STOXX-50 bis 15,8 % beim MDAX.

KGV und PEG-Ratios

Durch die ausgeprägte, rund zehnpromtente Korrektur an den etablierten Aktienmärkten sind die Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) gefallen. Bei Erstellung dieser Analyse Mitte Juli errechnen sich Markt-KGV zwischen 11,5 (Euro-STOXX-50) und 15,7 (Topix), womit alle bewerteten Märkte wieder auf ein attraktives Einstiegsniveau zurückgefallen sind. Erschien beispielsweise der japanische Aktienmarkt in den ersten Wochen dieses Jahres leicht überbewertet, ist er durch den Kursrutsch rund 12 % unterbewertet. Verbilligt hat sich insbesondere der französische CAC-40, wo das Markt-KGV auf 11,9 gefallen ist.

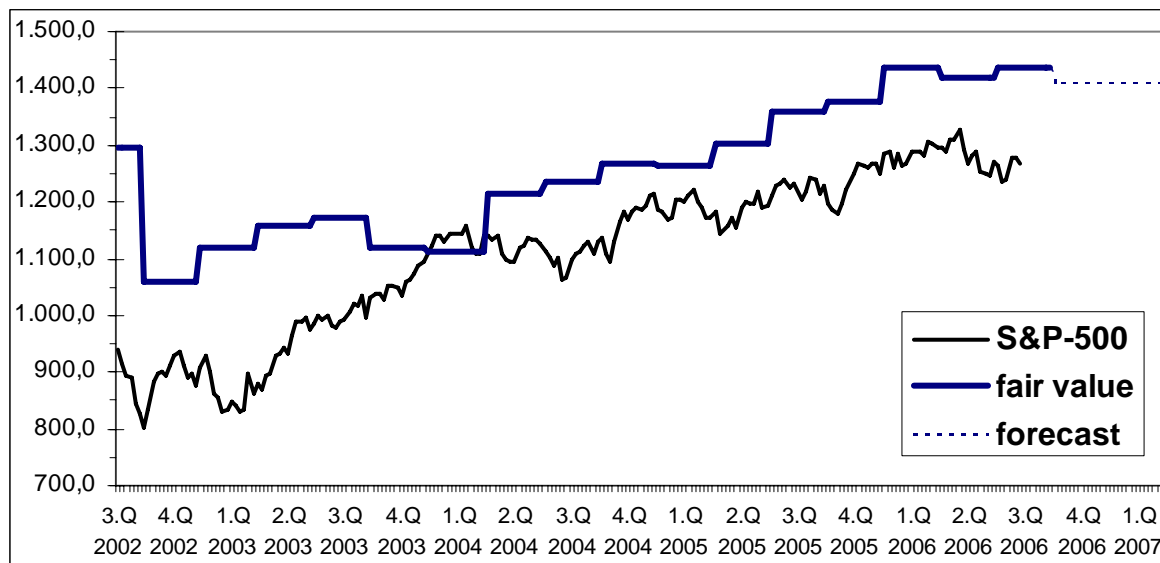
Wenn man die zweite PEG-Dimension einbezieht, das Gewinnwachstum (CAGR), relativiert sich dieses Bild bekanntlich: Mit einem PEG-Ratio von nur 0,9 bleibt der MDAX der attraktivste Markt, ist aber nicht mehr so krass unterbewertet wie vor zwei oder drei Jahren. Es folgen Deutscher Aktienindex (DAX) und Swiss Market Index (SMI) mit einem attraktiven PEG-Ratio von 1,2. Der Austria Traded Index (ATX) ist mit einem PEG-Ration von 1,4 ins Mittelfeld abgerutscht. Beim ohnehin nach diesem Kriterium nicht so attraktiven Euro-STOXX-50 ist der PEG-Wert von 1,8 auf 2,0 gestiegen. Noch stärker fällt der PEG-Anstieg beim britischen FTSE-100 (von 1,4 auf 1,9) und beim französischen CAC-40 (von 0,9 auf 1,5) aus. Gegen den internationalen Trend verbesserte sich das PEG-Ratio beim S&P-500 leicht von 1,5 auf 1,4. Beim japanische Aktienmarkt bleibt es dagegen bei dem Urteil, das schon im ersten Quartal an dieser Stelle formuliert wurde: Die Aktienkurse sind (im zweiten Halbjahr 2005) schneller gestiegen als die Unternehmensgewinne, so dass der KGV-Anstieg nicht durch höheres Gewinnwachstum kompensiert werden kann. Das PEG-Ratio steigt von 1,5 auf 1,7.

Zinsen und angemessene KGV

Unsere Prognose einer Trendwende am Rentenmarkt hatte sich noch 2005 als verfrüht erwiesen. Die wiederholte Erwartung steigender Kapitalmarktzinsen hat sich aber schließlich als richtig erwiesen. Die Leitzinsanhebungen durch die US-Notenbank („Fed“), die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank von Japan („BoJ“) sind inzwischen erfolgt. Die Zentralbanken haben begonnen, den Märkten die Liquidität wieder zu entziehen. In diesem Jahr stiegen die Anleiherenditen deutlich: Seit der W.I.N.-Analyse im ersten Quartal stieg die zehnjährige Rendite bei US-Bonds von 4,43 % auf 5,14 %. Die entsprechenden japanischen Zinsen sind von 1,39 % auf 1,81 % gestiegen. In Großbritannien brachte die Zinswende einen Anstieg von 4,09 % auf 4,67 %. Auch in Kontinentaleuropa ging es deutlich aufwärts: In Euroland um 74 Basisstellen auf 4,08 %, in der Schweiz sogar um 80 Basisstellen auf 2,77 %. Trotzdem erscheinen die Rentenmärkte in Relation zu den Aktienmärkten noch überbewertet: Für die Schweiz ist das Rentenmarkt-KGV von 50 auf 36 gefallen, für die Euro-Zone von 30 auf 24,5. Der Zinsanstieg belastet die Aktienmärkte, ändert aber nichts am Eindruck relativer Attraktivität. Die angemessenen Aktienmarkt-KGV sinken in die Bandbreite 14,1 (Euro-STOXX 50) bis 17,6 (Topix). Besonders stark ist der Rückgang des angemessenen KGV wieder beim MDAX, wo der Multiplikator von 18,3 auf 16,4 fällt. Noch stärker ist der Rückgang beim japanischen Topix, wo das angemessene KGV von 20,2 auf 17,6 fällt.

Rahmendaten USA

Im ersten Halbjahr war noch sehr hohes Wachstum zu verzeichnen. Inzwischen zeichnet sich aber eine Abschwächung ab. Bei einem angenommenen Trendwachstum von 3,25 %, liegt das tatsächliche US-Wachstum leicht über dem Trend. Die US-Unternehmen befinden sich auf Expansionskurs. Die Arbeitseinkommen wachsen und stützen den Konsum noch. Am Immobilienmarkt rechnen wir mit einer Abkühlung, aber keinem „Crash“. Die Bewertung des US-Aktienmarktes kann sich weiterhin auf gutes Gewinnwachstum stützen. Die Unternehmen erzielen hohe Umsätze bei niedrigen Lohnstückkosten. Die gestiegenen Energiekosten und Zinsen wurden bislang gut verkraftet. Das Geschäftsklima blieb auf hohem Niveau. Die industriellen Branchen und der Export sind in guter Verfassung. Der Beschäftigungsgrad in den Unternehmen ist gestiegen. Die Kapazitätsauslastung stieg seit der Rezession 2002 kontinuierlich an und nähert sich der Vollauslastung. Starkes Nachfragewachstum dürfte zum Schließen des „Output Gap“ führen. Die Notwendigkeit zu investieren nimmt zu. Die Investitionen sollten den Konsum als Wachstumsmotor ablösen.

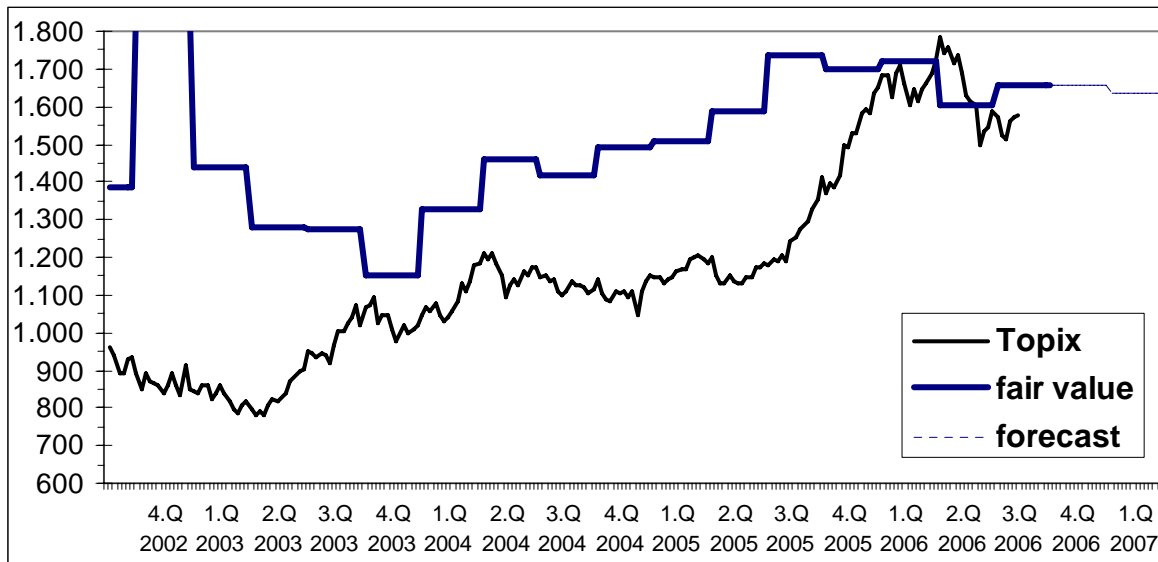


Bewertung S&P-500

Wie die meisten Aktienindizes hat sich auch der S&P-500 per saldo im Verlauf dieses Jahres bislang nicht stark verändert. Gegenüber der Analyse im 1. Quartal steigt der repräsentative S&P-500-Unternehmensgewinn um 6,7 % auf 92,60 Dollar, was sich abermals auf den Zeitfortschritt und die Anhebungen der Gewinnschätzungen stützt. Dadurch, dass wir die Unternehmensgewinne 2005 stärker nach oben korrigieren als die Gewinnschätzungen für dieses Jahr, fällt das Gewinnwachstum in diesem Jahr mit +12,5 % zwei Prozentpunkte tiefer aus als zuvor erwartet. Für 2007 steigt die Gewinnwachstumsprognose aber von +6,8 % auf +9,3 %. Allerdings gilt dies für das „soft landing“-Szenario. Viele Beobachter weisen auf die Gefahr eines „hard landing“ hin. Auch an dieser Stelle war schon früh darauf hingewiesen worden, dass insbesondere der auf Schulden aufgebaute US-Konsum 2006 oder 2007 einbrechen könnte. Sollte sich die US-Wirtschaft aber weiterhin als robust gegen Störungen erweisen, erscheint jetzt ein Gewinnvielfaches von 15,5 angemessen. Daraus errechnet sich wieder ein Fair value von 1.437 Punkten. In der „forecast“-Berechnung bis zum 1. Quartal 2007 bleibt der Fair value bei Annahme von auf 5,5 % steigenden Kapitalmarktzinsen bei gut 1.400 Punkten. Die Unterbewertung des S&P-500 ist leicht von 12 % auf 14 % gestiegen. Diese geringe Unterbewertung reicht weiterhin nicht aus, um größere US-Engagements zu rechtfertigen.

Rahmendaten Japan

Japans Wirtschaft befindet sich weiterhin in einer robusten Erholung nach der Rezession 2004. Das Wachstum könnte sich allerdings nach einer Spitze 2006 in den Folgejahren abschwächen, wohl aber oberhalb des Trends von 1,75 % bleiben. Konsum und Investitionen sorgen für einen selbsttragenden Aufschwung der Binnenkonjunktur. Auch die Exporte, vor allem nach Asien, boomen. Das Ende der Null-Zins-Politik war erwartet worden und signalisiert Normalisierung. Die Arbeitslosigkeit dürfte wegen der alternden Bevölkerung gering bleiben, weil der Anteil der arbeitsfähigen Bevölkerung schrumpft. Steigende Beschäftigung und Lohnwachstum erhöhen die Lohnsumme. Die bislang sehr hohe Sparquote der Arbeitnehmerhaushalte dürfte nur zögerlich sinken.

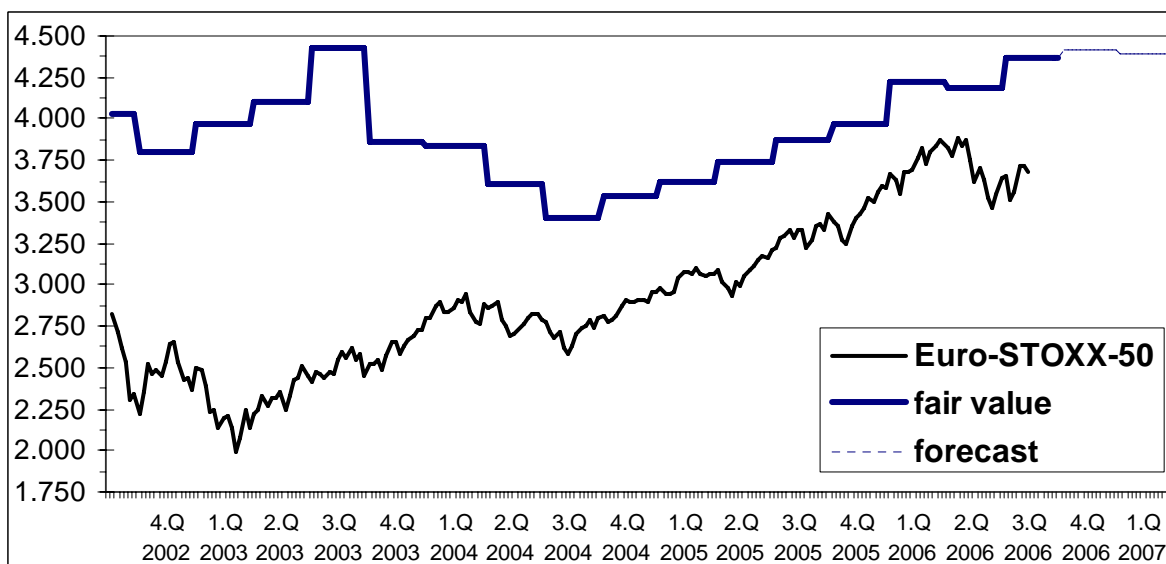


Bewertung Topix

Die Schätzungen für die japanischen Unternehmensgewinne stiegen schon seit Jahren; an der Börse wurde diese Entwicklung binnen eines halben Jahres eingepreist. Anfang dieses Jahres war der japanische Markt dann leicht überbewertet. Inzwischen konnten die Gewinnreihen durchweg angehoben werden. Der repräsentative Indexgewinn steigt gegenüber der Analyse im 1. Quartal deutlich, nämlich um 10,2 % auf 93,9 Yen. Gleichzeitig setzt sich die Abschwächung des Gewinnwachstums (CAGR) wie erwartet fort. Der CAGR-Wert fällt von 13,2 % auf 9,1 %. Durch den Zinsanstieg und die Verlangsamung des Gewinnwachstums sinkt das angemessene KGV deutlich von 20,2 auf 17,6. Im Ergebnis sinkt der Fair value leicht, nämlich um 3,8 % oder 66 Zähler auf 1.657 Indexpunkte. Der Topix fiel seit dem Zeitpunkt der Analyse im 1. Quartal um 9,6 %, wodurch sich die Unterbewertung wieder auf 12 % ausgeweitet hat. In der „forecast“-Berechnung war schon im 1. Quartal ein Rückgang unter 1.700 prognostiziert worden, weil mit einem Zinsanstieg Richtung 2,5 % zu rechnen war. Jetzt erwarten wir nur noch ein langsames Absinken des Fair value, der über 1.600 bleiben sollte.

Rahmendaten Europa

Gegenüber 2005 hat sich die Wachstumsdynamik in diesem Jahr deutlich verbessert. Das Wirtschaftswachstum geht über das Trendniveau von 1,75% hinaus. Für 2006 rechnen wir mit 1,9 % BIP-Wachstum, für 2007 mit 1,7 %. Die Unternehmen zeigen sich sehr optimistisch. Außenhandel und Industrie profitieren von robuster Weltkonjunktur. Die Binnenkonjunktur bleibt schwankend. Das Geschäftsklima verbesserte sich zeitweilig deutlich. So markierte der Ifo-Geschäftsklimaindex ein 15-Jahreshoch. In allen Euroblock-Ländern herrscht Optimismus. Die Investitionsgüternachfrage bleibt besser als die Konsum- und Baukonjunktur.

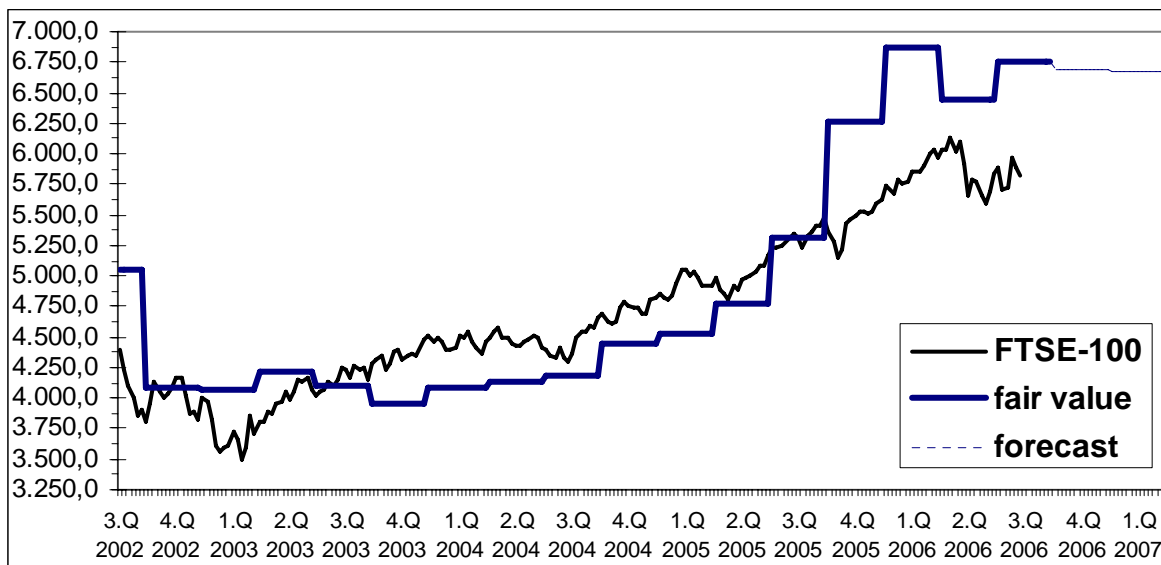


Bewertung Euro-STOXX-50

Die Bewertung der großen Standardwerte in der Eurozone leidet bereits seit längerem unter der nachlassenden Dynamik. Die Gewinnwachstumsrate (CAGR) bleibt im internationalen Vergleich mit 5,8 % nach 7,6 % bescheiden. Das absolute Niveau der gesamten Gewinnreihe konnte allerdings noch einmal angehoben werden. Der repräsentative Indexgewinn steigt dadurch gegenüber der Analyse im 1. Quartal um 14,3 % bzw. 39 Euro auf 311 Euro. Die zehnjährigen Euro-Renditen stiegen gegenüber dem Zeitpunkt der Analyse im 1. Quartal um 74 Basispunkte. Im Ergebnis sinkt das angemessene Aktienmarkt-KGV von 15,5 auf 14,1. Nur aufgrund der höheren Unternehmensgewinne steigt der Fair value um 3,5 % bzw. 148 Indexpunkt auf 4.371. Der Euro-STOXX-50 selbst trat in letzten sechs Monaten auf der Stelle, so dass die Unterbewertung von 16 % auf 22 % gestiegen ist. In der „forecast“-Berechnung pendelt der Fair value bei Annahme eines weiteren Renditeanstiegs auf 4,5 % um 4.400.

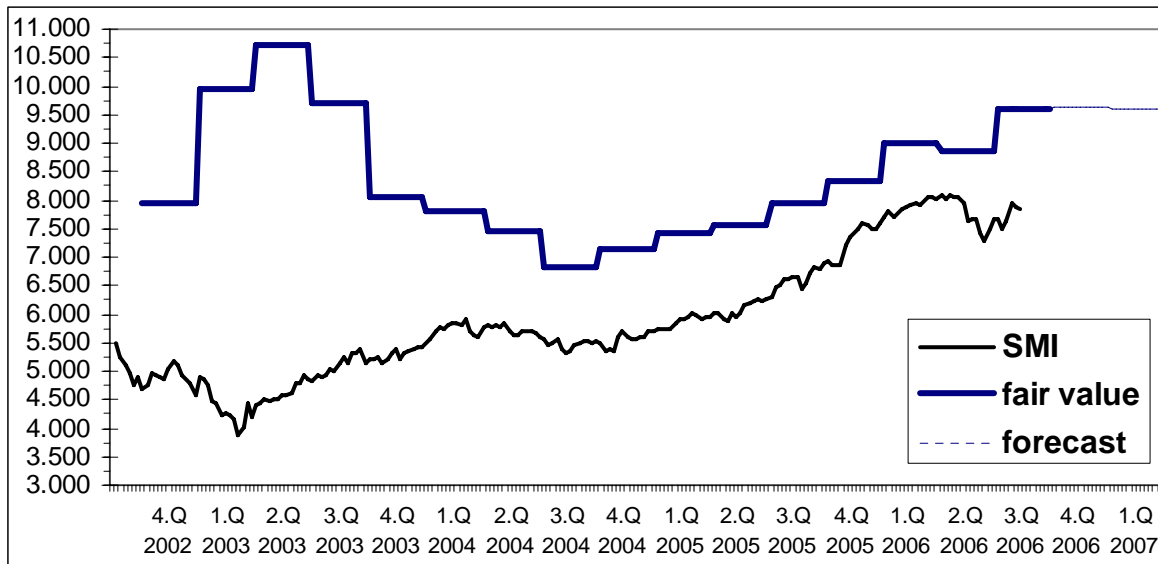
Bewertung FTSE-100

Auch die Gewinnschätzungen für den britischen FTSE-100 können weiter angehoben werden. Der repräsentative Indexgewinn steigt noch einmal um 9,3 % auf 475 GBP. Auf der erhöhten Basis lässt allerdings die Gewindynamik stark nach. Das geglättete Gewinnwachstum (CAGR) sinkt von +9,2 % auf +6,3 %. Gegenwind bekommt die Börse London auch vom Rentenmarkt: Die Rendite zehnjähriger Gilts ist in den letzten sechs Monaten um 58 Basispunkte auf 4,67 % gestiegen. In der Summe begründet dies eine Herabsetzung des angemessenen KGV von 15,8 auf 14,2. Dies wird fast vollständig durch die höheren Unternehmensgewinne kompensiert, so dass der Fair value nur um 1,7 % auf 6.757 Punkte fällt. Der FTSE-100-Index ist in den letzten sechs Monaten per saldo immerhin um 1,4 % gestiegen, so dass die Unterbewertung von 20,6 % auf 16,9 % gesunken ist. In der „forecast“-Berechnung sinkt der Fair value knapp unter 6.700.



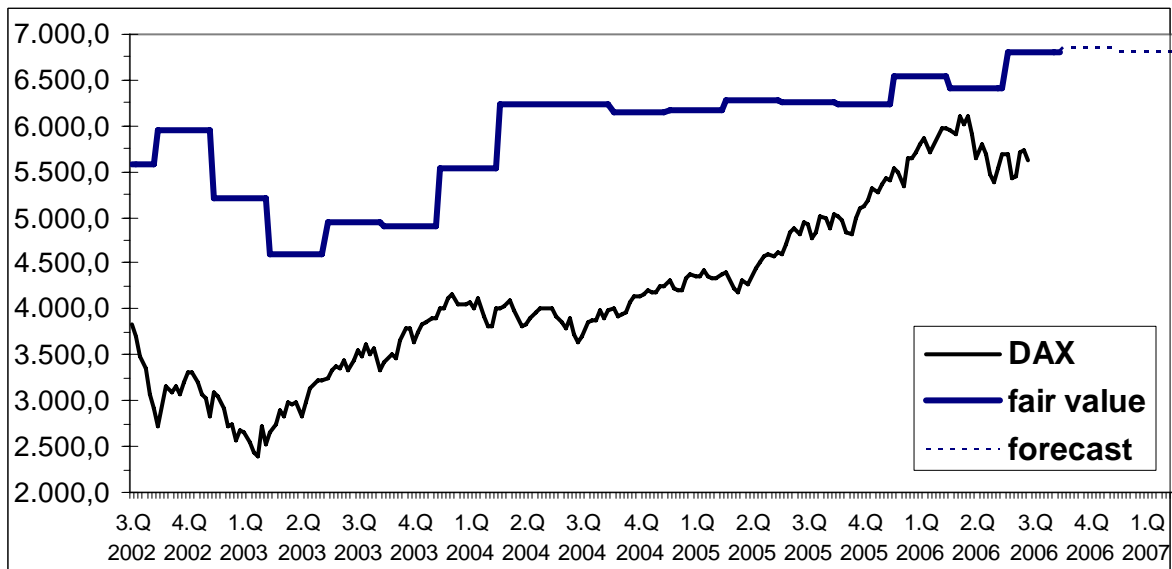
Bewertung SMI

Bis auf die Zinsen haben sich die Rahmenbedingungen für den Schweizer Aktienmarkt noch weiter verbessert. Die Erwartungen an das Wirtschaftswachstum können ein weiteres mal leicht angehoben werden. Die über mehrere Jahre geglättete, repräsentative BIP-Rate steigt von 1,8 % auf 2,0 %. Auch die Unternehmensgewinne wurden weiter nach oben revidiert. Für den repräsentativen Indexgewinn ergibt sich mit 555 CHF jetzt ein 12,3 % höherer Wert als vor sechs Monaten. Das geglättete Gewinnwachstum (CAGR) steigt von +10,7 % auf +11,7 %. Gegen eine deutliche Anhebung des Fair Value spricht allein die Zinsentwicklung: Die zehnjährige Rendite stieg um 80 Basispunkte auf 2,77 %. Dies drückt das angemessene KGV von 18,2 auf 17,3. Der Fair value steigt wegen der höheren Unternehmensgewinne aber um 6,7 % auf 9.606. Der SMI ist in den vergangenen sechs Monaten um 2,3 % gefallen, so dass die Unterbewertung von 15,6 % auf 26,3 % gestiegen ist. In der „forecast“-Berechnung bleibt der Fair value bei rund 9.600. Damit ist der SMI jetzt von allen bewerteten Aktienmärkten am stärksten unterbewertet!



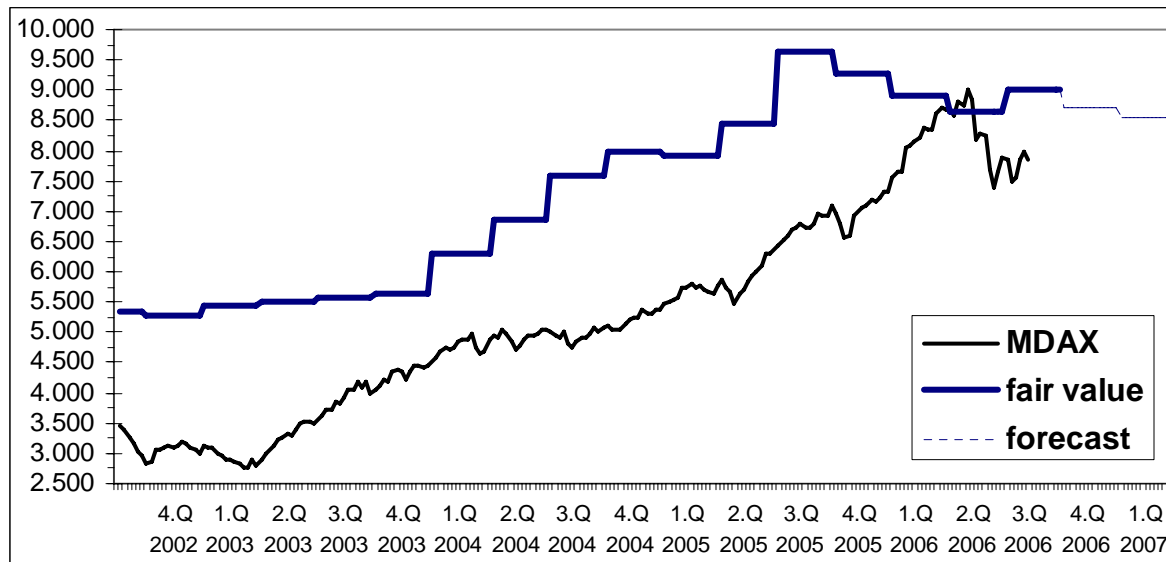
Bewertung DAX

Bekanntlich ist gerade in Deutschland mit einem Absacken des in diesem Jahr guten Wirtschaftswachstums zu rechnen. Das von uns berechnete, über fünf Jahre geglättete Wirtschaftswachstum bleibt mit einem Prozent im internationalen Vergleich das niedrigste. Dass sich die Gewinnentwicklung der deutschen Unternehmen davon abkoppeln kann, ist nicht neu. 2007 sollten die Unternehmensgewinne noch einmal um gut 10 % wachsen können. Der verdichtete Unternehmensgewinn für die 30 DAX-Unternehmen steigt gegenüber der Analyse im 1. Quartal um 10,5 % oder 45 Euro auf 469 Euro. Auch die geglättete Steigerungsrate (CAGR) hat sich bei +10 % stabilisiert. Allerdings sind die Kapitalmarktzinsen deutlich gestiegen, nämlich um 72 Basisstellen auf 3,97 % für zehnjährige Bundesanleihen. Das angemessenen Markt-KGV sinkt dadurch von 15,4 auf 14,5. Aus der Multiplikation mit den Unternehmensgewinnen ergibt sich der Fair value von 6.798. Er liegt damit 3,8 % oder 247 Punkte höher als im 1. Quartal 2006. Der DAX ist seit der damaligen Analyse nur leicht gestiegen, von Stichtag zu Stichtag um 1,4 %, wodurch die Unterbewertung von 20,0 % auf 22,7 % gewachsen ist. Die „forecast“-Berechnung hatte schon Anfang dieses Jahres einen Anstieg des Fair value über 6.600 prognostiziert. Jetzt zeigt sie nur noch einen leichten Anstieg knapp über 6.800.



Bewertung MDAX

Auch die Gewinnschätzungen für den MDAX wurden für dieses und die kommenden Jahre nach oben korrigiert. Der repräsentative Indexgewinn steigt sogar um 12,6 % oder 61 Euro auf 549 Euro. Das einst sehr hohe Gewinnwachstum (CAGR) sinkt weiter, liegt aber mit 15,8 % noch deutlich über dem der anderen bewerteten Märkte. Das angemessene Markt-KGV nähert sich weiterhin dem der Standardwerte an. Es sinkt von 18,3 auf 16,4. Der Fair value steigt wegen der höheren Unternehmensgewinne aber um 1,2 % oder 108 Punkte auf 9.022. Weil der MDAX in den sechs Monaten zwischen den Analyse-Stichtagen per saldo auf der Stelle trat, ist die rechnerische Unterbewertung von 16 % auf 18 % gestiegen. In der „forecast“-Berechnung sinkt der Fair Value wegen des nachlassenden Gewinnwachstums Richtung 8.500.



© 2006 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