



Drescher&Cie

Fonds mit anderen Augen sehen ...



Fonds Scout - Leserservice

Ergebnisse der W.I.N-Analyse im 4. Quartal 2006

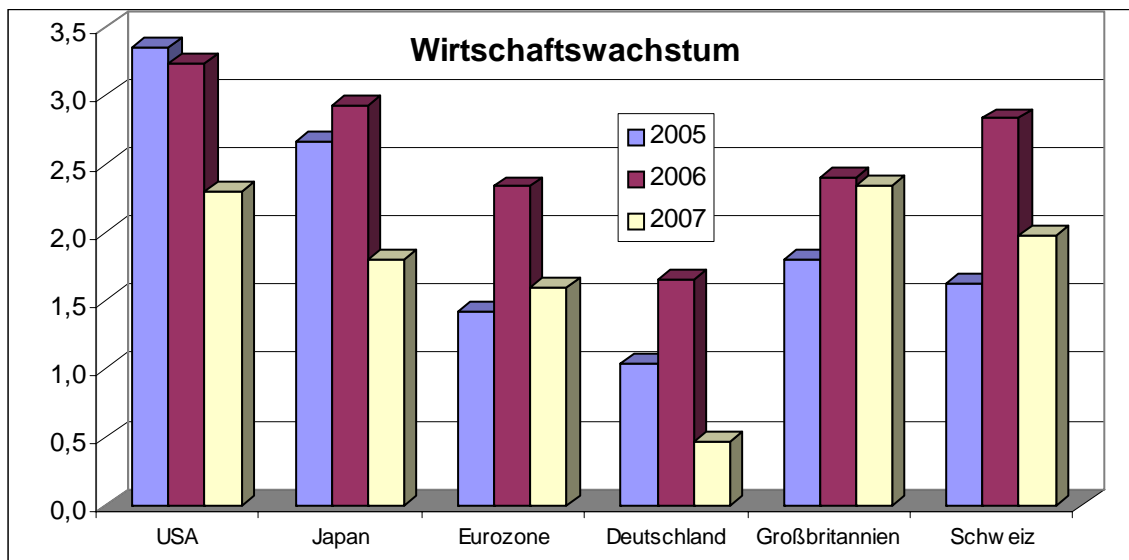
W.I.N-Modell

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. Durch die Korrektur bis Mitte des Jahres war wieder eine Unterbewertung entstanden, zumal die Unternehmensgewinne weiter steigen.

Volkswirtschaft	BIP-Wachstumsrate (Schätzung)				geglättete Durchschnitts- werte 2004 bis 2008	aktuelles Markt-KGV aktuelles PEG-Ratio	angemessenes Markt-KGV Index fair value					
	Unternehmensgewinn(schätzung)											
Aktienindex	Unternehmensgewinnwachstum				Jahr	2005	2006	2007	2008	2004 bis 2008	PEG-Ratio	Index fair value
aktueller Stand												
USA	+ 3,4 %	+ 3,2 %	+ 2,3 %	+ 3,1 %	+ 2,9 %	14,5	15,5					
S&P-500	75,7	85,8	94,0	100,3	94,2	1,6	1.462					
1.364	+ 13,8 %	+ 13,4 %	+ 9,6 %	+ 6,7 %	+ 9,0 %		+ 7 %					
EUROpa	+ 1,4 %	+ 2,3 %	+ 1,6 %	+ 1,8 %	+ 1,9 %	11,9	15,2					
DJ Euro STOXX 50	280,8	305,1	329,4	351,5	331,2	1,6	5.023					
3.950	+ 24,6 %	+ 8,7 %	+ 8,0 %	+ 6,7 %	+ 7,6 %		+ 27 %					
Deutschland	+ 1,0 %	+ 1,7 %	+ 0,5 %	+ 1,2 %	+ 1,1 %	12,5	15,0					
DAX (30)	395,1	434,4	484,3	528,6	487,6	1,2	7.298					
6.115	+ 18,5 %	+ 10,0 %	+ 11,5 %	+ 9,1 %	+ 10,3 %		+ 19 %					
Deutschland	+ 1,0 %	+ 1,7 %	+ 0,5 %	+ 1,2 %	+ 1,1 %	14,7	15,9					
MDAX	407,5	515,0	572,7	630,8	578,6	1,1	9.187					
8.523	+ 68,2 %	+ 26,4 %	+ 11,2 %	+ 10,2 %	+ 13,1 %		+ 8 %					
Großbritannien	+ 1,8 %	+ 2,4 %	+ 2,3 %	+ 2,5 %	+ 2,3 %	12,4	14,4					
FTSE 100	418,2	462,7	495,4	512,9	494,1	2,0	7.092					
6.108	+ 14,4 %	+ 10,6 %	+ 7,1 %	+ 3,5 %	+ 6,2 %		+ 16 %					
Japan	+ 2,7 %	+ 2,9 %	+ 1,8 %	+ 1,7 %	+ 2,2 %	17,0	18,0					
Topix (1. Sektion)	79,4	86,1	96,0	103,3	96,2	1,8	1.732					
1.638	+ 56,5 %	+ 8,5 %	+ 11,5 %	+ 7,6 %	+ 9,5 %		+ 6 %					
Schweiz	+ 1,6 %	+ 2,8 %	+ 2,0 %	+ 1,8 %	+ 2,1 %	14,7	17,9					
SMI	444,1	513,1	572,7	635,2	579,5	1,2	10.388					
8.535	+ 14,3 %	+ 15,5 %	+ 11,6 %	+ 10,9 %	+ 11,9 %		+ 22 %					

Wirtschaftswachstum

Die Erwartung beschleunigten Wirtschaftswachstums 2006 hat sich als richtig erwiesen: Mit Ausnahme der USA sind die Wachstumsraten in diesem Jahr höher als 2005. Für 2007 wurde an dieser Stelle sehr früh ein „Soft landing“ als wahrscheinlichstes Szenario erwartet. Das Wachstum dürfte sich weltweit abschwächen, aber in der Nähe des Trendwachstums bleiben. Auch die Erwartung höheren Wachstums in Großbritannien mit über zwei Prozent und der Schlusslicht-Rolle Deutschlands verfestigt sich, selbst wenn hierzulande eher Revisionsbedarf nach oben besteht. Für 2008 bleibt es bei der Erwartung eines soliden Wachstums, das sich auch 2009 fortsetzen sollte. Dabei gleichen sich der Wachstumsraten weltweit einander an: Die geglättete BIP-Wachstumsrate für die USA sinkt, die der europäischen Volkswirtschaften steigt. Der Rückgang der geglätteten BIP-Rate für die USA von zuletzt 3,3 % auf jetzt 2,9 % steht einer Anhebung des angemessenen Markt-KGV im Wege. In Europa bleibt die Bandbreite bei einem Prozent im Fall von Deutschland bis 2,3 % für Großbritannien, woraus sich ebenfalls keine Impulse für eine Neubewertung ergeben.



Unternehmensgewinne

Die realisierten Unternehmensgewinne und die Gewinnschätzungen steigen in allen beobachteten Märkten weiter, wobei die Steigerungsraten in diesem Jahr mehrheitlich unter denen von 2005 liegen. Für 2007 und 2008 ist mit einer weiteren Abschwächung des Gewinnwachstums zu rechnen. Überdurchschnittlich hoch dürften die Gewinnsteigerungen beim Swiss Market Index (SMI) und dem deutschen MDAX bleiben. Das höchste Gewinnwachstum wird aber für den TecDAX erwartet, der erstmals wieder mit dem W.I.N-Modell bewertet wurde. Die Bandbreite der über mehrere Jahre geglätteten Gewinnwachstumsraten (CAGR) verengt sich auf 6,2 % beim FTSE-100 bis 13,1 % beim MDAX – sieht man von der Ausnahme TecDAX ab, für den sich ein CAGR-Wert von 34,9 % errechnet.

KGV und PEG-Ratios

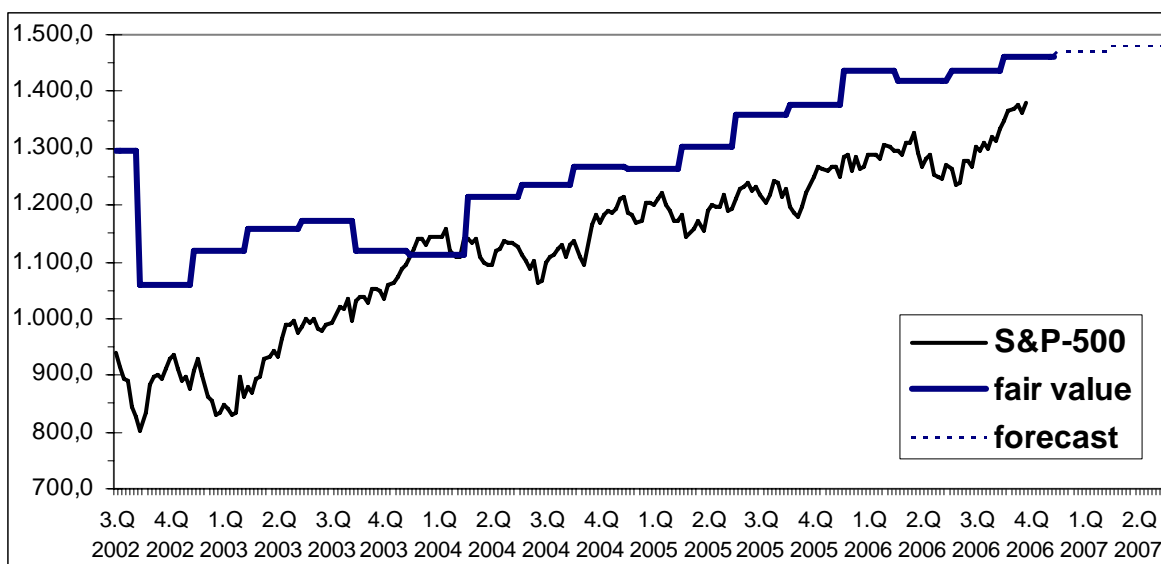
Durch die starke Kurserholung seit Mitte des Jahres sind die Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) gestiegen. Bei Erstellung dieser Analyse errechnen sich aktuelle Markt-KGV zwischen 11,9 (Euro-STOXX-50) und 23,2 (TecDAX). Die an dieser Stelle Mitte des Jahres geäußerte Einschätzung, dass alle bewerteten Märkte wieder auf ein attraktives Einstiegsniveau zurückgefallen seien, hat sich zwischenzeitlich schon als richtig erwiesen, denn in den letzten drei Monaten stiegen die Aktienindizes deutlich. Aber auch die jetzigen Markt-KGV liegen noch unter dem historischen Durchschnitt und unter den angemessenen Werten. Wenn man das Gewinnwachstum (CAGR) einbezieht und aus dem Verhältnis zum KGV das sogenannte PEG-Ratio berechnet, relativiert sich dieses Bild wieder einmal: Dem hohen KGV des TecDAX steht noch höheres Gewinnwachstum gegenüber, so dass sich ein attraktives PEG-Ratio von nur 0,7 errechnet. Das PEG-Ratio des MDAX steigt weiter auf jetzt 1,1. Am anderen Ende der PEG-Rangliste liegt der britische FTSE-100 mit 2,0.

Zinsen und angemessene KGV

Gegenüber der W.I.N-Analyse im dritten Quartal sind die Anleiherenditen mit Ausnahme Großbritanniens leicht gefallen, die zehnjährige Rendite bei US-Bonds beispielsweise um 30 Basispunkte von 5,14 % auf 4,84 %. Die entsprechenden japanischen Zinsen sind um nur 4 Basispunkte von 1,81 % auf 1,77 % gesunken. Deutlicher ging es in Kontinentaleuropa mit den Renditen abwärts, nämlich um 41 Basisstellen von 4,08 % auf 3,67 %, in der Schweiz immerhin um 28 Basisstellen von 2,77 % auf 2,49 %. Nur in Großbritannien erwies sich die Zinswende als dauerhaft: Die Rendite zehnjähriger Gilts stieg um 3 Basisstellen von 4,67 % auf 4,70 %. Bei Renditen unter 5 % errechnen sich aber für alle Märkte weiterhin Anleihe-KGV über 20, so dass die Rentenmärkte in Relation zu den Aktienmärkten weiterhin überbewertet erscheinen. Der Zinsrückgang entlastet die Aktienmärkte und bestärkt den Eindruck relativer Unterbewertung. Die angemessenen Aktienmarkt-KGV steigen in die Bandbreite 14,4 (FTSE-100) bis 23,2 (TecDAX). Besonders deutlich ist der Anstieg des angemessenen KGV beim Euro-STOXX-50, wo der Multiplikator von 14,1 auf 15,2 steigt. Ein Rückgang ergibt sich lediglich beim MDAX, wo das angemessene KGV von 16,4 auf 15,9 fällt.

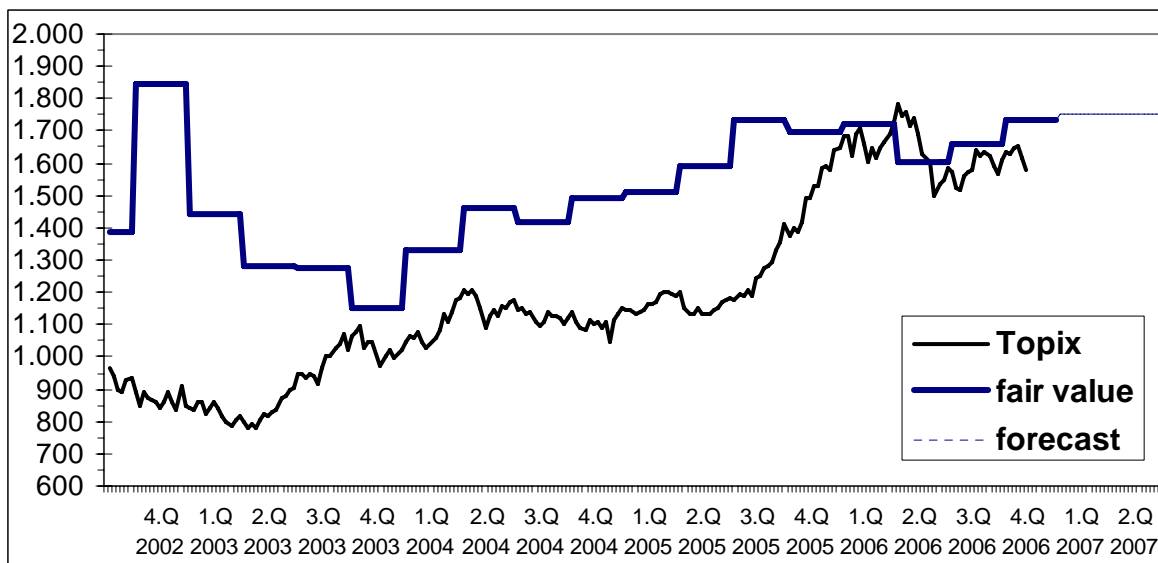
Bewertung S&P-500

Gegenüber der Analyse im 3. Quartal steigt der repräsentative S&P-500-Unternehmensgewinn nur um 1,7 % auf 94,20 Dollar, was sich abermals auf den Zeitfortschritt und die leichte Anhebungen der Gewinnschätzungen stützt. Das geglättete Gewinnwachstum (CAGR) sinkt von +9,5 % auf +9,0 %. Dies korrespondiert mit der Rücknahme der repräsentativen BIP-Wachstumsrate von 3,3 auf 2,9 %. Nur den gefallen Kapitalmarktzinsen ist es zu verdanken, dass das angemessene Gewinnvielfache bei 15,5 bleibt. Daraus errechnet sich ein proportional mit den Unternehmensgewinnen um 1,7 % steigender Fair value von 1.462. In der „forecast“-Berechnung bis Mitte 2007 bleibt der Fair value bei Annahme von leicht auf 5,0 % steigenden Kapitalmarktzinsen bei rund 1.480 Punkten. Weil die Aktienkurse in den drei Monaten vor dieser Analyse mit 8,4 % stärker gestiegen sind als die Unternehmensgewinne, hat sich die Unterbewertung des S&P-500 von 14 % auf 7 % halbiert. Diese geringe Unterbewertung reicht weiterhin nicht aus, um größere US-Engagements zu rechtfertigen.



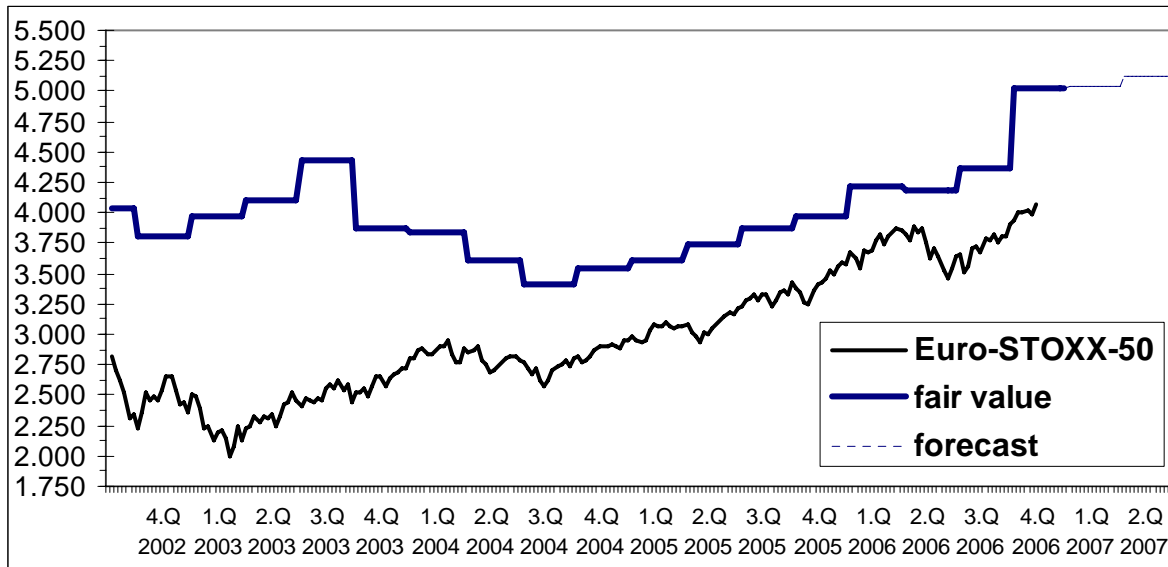
Bewertung Topix

Die japanischen Unternehmensgewinne steigen jetzt stärker als die amerikanischen. Der repräsentative Indexgewinn liegt mit 96,2 Yen 2,4 % über dem Wert bei der Analyse im 3. Quartal. Dabei wurde auch der Trend zur Abschwächung des Gewinnwachstums (CAGR) gebrochen: Der CAGR-Wert stieg leicht von +9,1 % auf +9,5 %. Zinsrückgang und Wachstumsbeschleunigung sind zwar jeweils gering, wirken aber erhöhend auf das angemessene KGV, das von 17,6 auf 18,0 steigt. Im Ergebnis kann der Fair value um 4,5 % auf 1.732 Indexpunkte angehoben werden. Der Topix stieg seit dem Zeitpunkt der Analyse im 3. Quartal um 11,1 %, wodurch sich die Unterbewertung von 12 % auf 6 % halbiert hat. In der „forecast“-Berechnung, die von einem Zinsanstieg über 2,0 % bis Mitte nächsten Jahres ausgeht, steigt der Fair value auf rund 1.750. Auch der japanische Aktienmarkt erscheint damit nicht teuer, aber auch nur wenig unterbewertet.



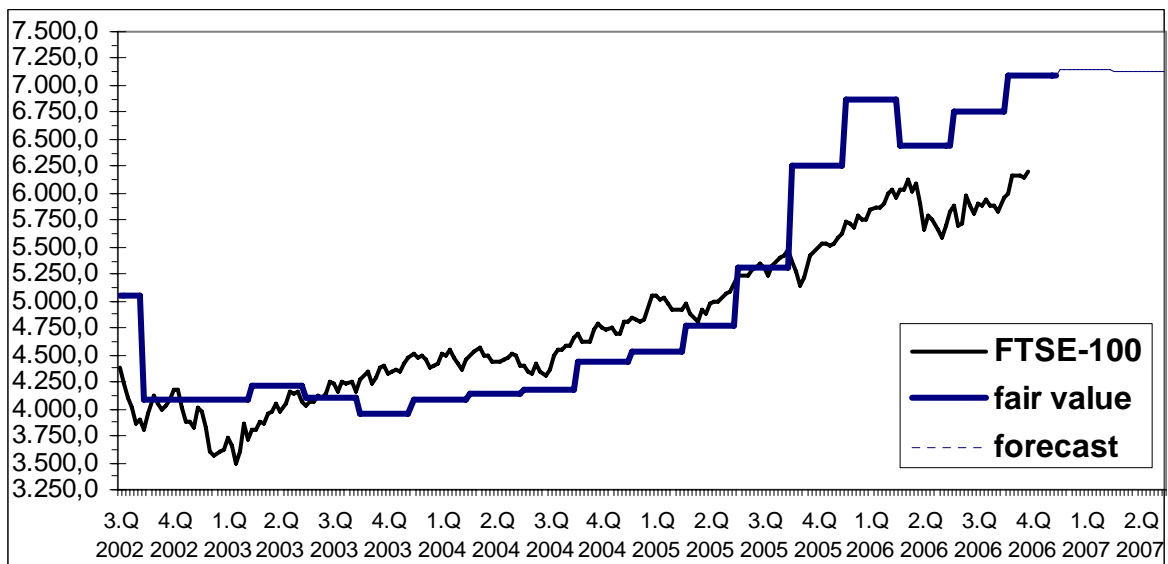
Bewertung Euro-STOXX-50

Die Bewertung der großen Standardwerte in der Eurozone litt längere Zeit unter der nachlassenden Dynamik. Jetzt aber verbessert sich nicht nur der BIP-Wachstumswert leicht auf 1,9 %, das noch wichtigere Gewinnwachstum (CAGR) springt von nur +5,8 % wieder auf +7,6 % und überholt damit den CAGR-Wert des FTSE-100. Dabei konnte die gesamte Gewinnreihe abermals angehoben werden. Der repräsentative Indexgewinn steigt dadurch gegenüber der Analyse im 3. Quartal um 6,6 % bzw. 20 Euro auf 331 Euro. Gleichzeitig sollten die Euro-Aktienmärkte Rückenwind vom Rentenmarkt erhalten: Die zehnjährige Euro-Rendite fiel gegenüber dem Zeitpunkt der Analyse im 3. Quartal um 41 Basispunkte auf 3,67 %. Im Ergebnis springt das angemessene Aktienmarkt-KGV von 14,1 auf 15,2. Zusammen mit den höheren Unternehmensgewinnen befördert dies den Fair value um 14,9 % bzw. 652 Indexpunkte nach oben auf 5.023. Der Euro-STOXX-50 selbst stieg in den letzten drei Monaten nur um 10 %, so dass die Unterbewertung größer geworden ist, nämlich von 22 % auf 27 %. In der „forecast“-Berechnung bleibt der Fair value bei Annahme eines moderaten Renditeanstiegs auf knapp 5 % über 5.000. Der Euro-STOXX-50 ist von allen bewerteten Aktienindizes jetzt derjenige mit der höchsten Unterbewertung, so dass man aus fundamental-analytischer Sicht hier weiter auf der Käuferseite stehen sollte.



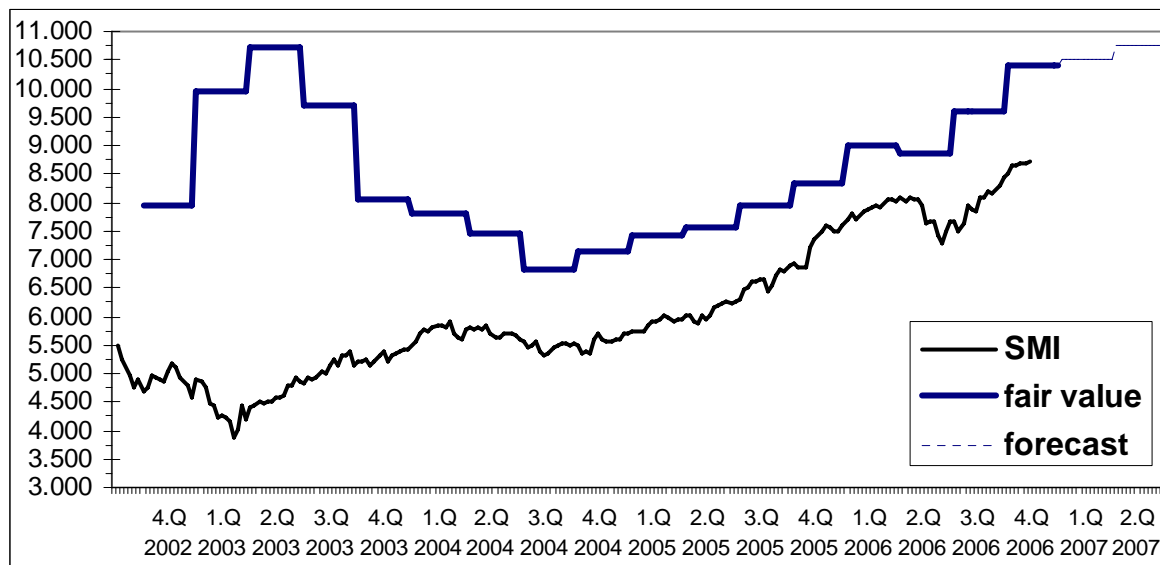
Bewertung FTSE-100

Wenig Veränderungen zeigt die Bewertung des britischen Aktienmarktes. Zwar steigen auch dort die Gewinnschätzungen, so dass der repräsentative Indexgewinn noch einmal um 4,1 % auf 494 GBP steigt. Auf der erhöhten Basis lässt allerdings die Gewinndynamik stark nach. Wirtschaftswachstum und Unternehmensgewinnwachstum bleiben mit 2,3 % bzw. +6,2 % nahezu unverändert. Auch der Rentenmarkt gibt mit nahezu unveränderten Renditen keinen Anlass für eine Neubewertung. Im Endergebnis verbessert sich das angemessene KGV nur von 14,2 auf 14,4. Zusammen mit den höheren Unternehmensgewinnen hebt dies den Fair value immerhin um 5,0 % auf 7.092 Punkte. Der FTSE-100-Index ist in den letzten drei Monaten um 5,7 % gestiegen, so dass die Unterbewertung von 17 % auf 16 % sinkt. In der „forecast“-Berechnung bleiben zehnjährige Anleiherendite mit 4,7 % und Fair value nahezu unverändert.



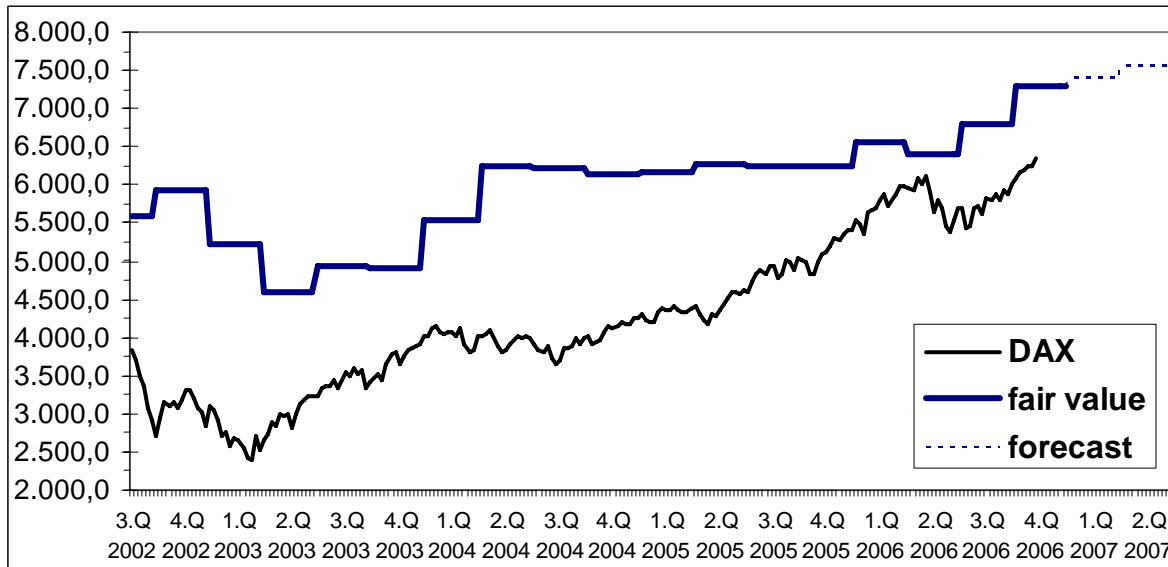
Bewertung SMI

Auch die Rahmenbedingungen für den Schweizer Aktienmarkt haben sich weiter leicht verbessert: Die Erwartungen an das Wirtschaftswachstum für dieses und das kommende Jahr können ein weiteres mal leicht angehoben werden. Die über mehrere Jahre geglättete, repräsentative BIP-Rate steigt von 2,0 % auf 2,1 %. Auch die Unternehmensgewinne wurden weiter nach oben revidiert. Für den repräsentativen Indexgewinn ergibt sich mit 580 CHF jetzt ein 4,4 % höherer Wert als vor drei Monaten. Das geglättete Gewinnwachstum (CAGR) steigt nur leicht von +11,7 % auf +11,9 %. Wichtiger für die Anhebung des Fair Value ist die Zinsentwicklung: Die zehnjährige Rendite fiel um 28 Basispunkte auf 2,49 %. Das angemessene KGV steigt dadurch von 17,3 auf 17,9. Der Fair value steigt sogar um 8,1 % bzw. 782 Indexpunkte auf 10.388. Der SMI ist in den vergangenen drei Monaten sogar um 12,2 % gestiegen, so dass die Unterbewertung von 26 % auf 22 % geschrumpft ist. In der „forecast“-Berechnung steigt der Fair value bei Annahme leicht höherer Renditen bis Mitte nächsten Jahres über 10.700. Damit bleibt der SMI deutlich unterbewertet und kaufenswert!



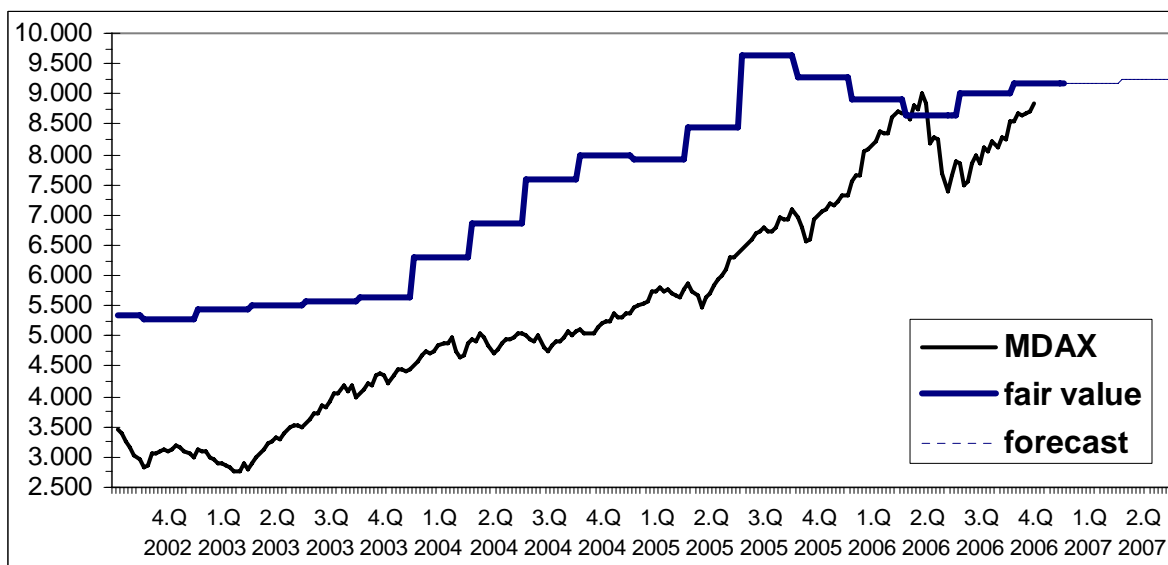
Bewertung DAX

Die Gewinne der deutschen Unternehmen haben sich erfolgreich von der im internationalen Vergleich schwachen Konjunktur abgekoppelt. 2006, 2007 und 2008 sollten die Gewinne der 30 im DAX enthaltenen Unternehmen trotz des erreichten höchsten Niveaus der Geschichte um rund 10 % p.a. weiter wachsen. Die geglättete Steigerungsrate (CAGR) hat sich damit bei +10 % stabilisiert. Der verdichtete DAX-Gewinn steigt gegenüber der Analyse im 3. Quartal um 4,0 % oder 19 Euro auf 488 Euro. Dank der wieder gesunkenen Kapitalmarktzinsen steigt das angemessene Markt-KGV von 14,5 auf 15,0. Aus der Multiplikation mit den Unternehmensgewinnen ergibt sich der Fair value von 7.298. Er liegt damit 7,4 % oder genau 500 Punkte höher als im 3. Quartal 2006. Der DAX ist seit der damaligen Analyse im 3. Quartal um gut 10 % gestiegen, wodurch die Unterbewertung von 23 % auf 19 % gefallen ist. Die „forecast“-Berechnung lässt einen Anstieg des Fair value auf rund 7.500 bis Mitte nächsten Jahres erwarten – vorausgesetzt, die Kapitalrendite für zehnjährige Anleihen steigt nicht dauerhaft über 4 %.



Bewertung MDAX

Auch die Gewinnschätzungen für den MDAX wurden weiter nach oben korrigiert. Der repräsentative Indexgewinn steigt um 5,4 % oder 29 Euro auf 579 Euro. Das einst sehr hohe Gewinnwachstum (CAGR) sinkt erwartungsgemäß weiter, liegt aber mit 13,1 % noch über dem des DAX. Das angemessene Markt-KGV nähert sich weiterhin dem der Standardwerte an. Es sinkt von 16,4 auf 15,9. Der Fair value steigt um 1,8 % oder 165 Punkte auf 9.187. Weil der MDAX in den drei Monaten zwischen den Analyse-Stichtagen um 11,6 % gestiegen ist, schrumpft die Unterbewertung von 18 % auf 8 %. In der „forecast“-Berechnung stabilisiert sich der Fair Value jetzt bei rund 9.200.



Bewertung TecDAX

Das höchste Gewinnwachstum darf beim TecDAX erwartet werden: Auf Basis vorliegender Gewinnschätzungen errechnet sich ein CAGR-Wert von 35 %. Der repräsentative Indexgewinn liegt jetzt bei 29 Euro. Angesichts des hohen Gewinnwachstums erscheint ein KGV von 23,2 angemessen, so dass sich ein Fair value von 670 errechnet. Demnach wäre der TecDAX in etwa fair bewertet. In der „forecast“-Berechnung kann der Fair value aber bis Mitte nächsten Jahres bis annähernd 800 steigen.

© 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**