



Dipl.-Wirtsch.-Inf. Norbert Keimling, Kapitalmarktforschung der Huber Portfolio AG

Schwaches Wachstum zahlt sich aus: Das Kurs-Buchwert-Verhältnis

Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich maßgeblich anhand seines zukünftigen Gewinnwachstums. Die Mehrzahl institutioneller wie auch privater Investoren bevorzugen deshalb Aktien mit hohen prognostizierten Umsatz- oder Gewinnwachstumsraten. Verständlicher Weise wissen Investoren ihr Vermögen lieber in Unternehmen mit glänzenden Zukunftsperspektiven als in potentiallosen Aktien. Doch wie so oft an den Finanzmärkten irrt sich auch hier die Masse. Zahlreiche Studien belegen das Gegenteil: die für wachstums-



stark gehaltenen Unternehmen steigern nicht das Wachstum ihres Depots - sie bringen es zum Erliegen!

Hätte ein Investor beispielsweise von 1982-1991 jeweils jährlich in die US-Unternehmen investiert, denen Analysten kein oder nur geringes zukünftiges Wachstum vorhersagten, hätte er beeindruckende Renditen von jährlich 30 Prozent erzielt. Eine Investition in die beliebtesten Unternehmen mit den höchsten prognostizierten Gewinnwachstumsraten kam gerade einmal auf 8,6 Prozent.

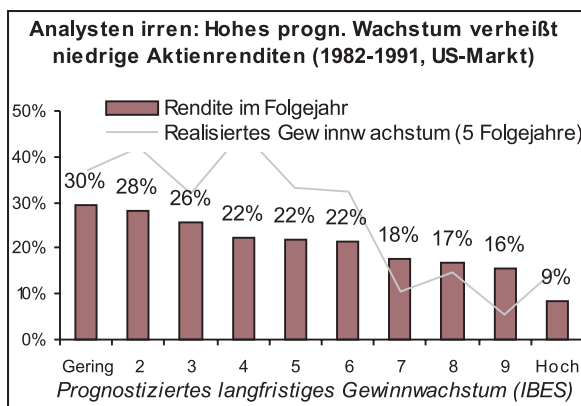


Abb. 1: Jährliche Aktienrenditen in Abhängigkeit vom progn. Gewinnwachstum sowie die von den Unternehmen tatsächlich erzielten langfristigen Gewinnzuwächse (LaPorta 1996).

Rückwirkend betrachtet, lagen Analysten mit ihren Einschätzungen völlig daneben: Während die

Schlusslichter der Wachstumsprognosen tatsächlich ihre Gewinne in den folgenden fünf Jahren um 37 Prozent steigern konnten, wuchsen die für wachstumsstark gehaltenen Unternehmen nicht einmal halb so schnell!

Der Grund für dieses Phänomen ist, dass Analysten und Investoren vergangene Trends zu weit in die Zukunft extrapolieren. Positive Schlagzeilen und überdurchschnittliche Gewinnentwicklungen werden überbewertet und verleiten zu optimistischen Prognosen. Wachstumsstarke Unternehmen werden dadurch so bewertet, als würden sie ewig überdurchschnittlich stark weiter wachsen. Dabei bleibt jedoch unberücksichtigt, dass sich hohe Margen nur in wenigen Ausnahmefällen langfristig aufrecht erhalten lassen. Im Normalfall wird ein anwachsender Konkurrenzdruck dafür sorgen, dass sich Gewinnmargen und Wachstumsraten wieder Normalwerten annähern. Folgt später diese Einsicht, brechen nicht nur Wachstumsraten sondern auch Aktienkurse zusammen.

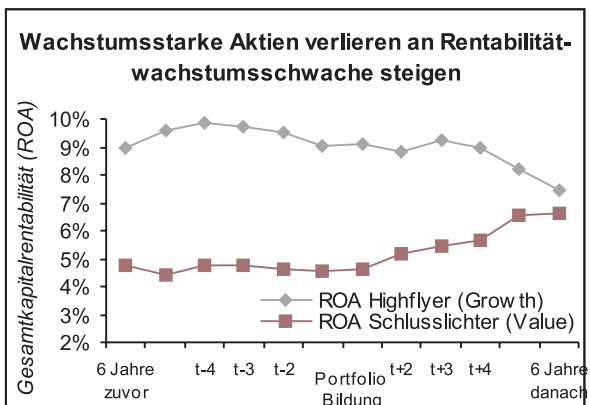


Abb. 2: Gesamtkapitalrentabilitäten von wachstumsstarken (Growth) sowie wachstumsschwachen (Value) Unternehmen sechs Jahre vor und nach Portfoliobildung (Wallmeier 2000).

Diese Rückkehr zu „Normalwerten“ (Mean Reversion) lässt sich jedoch nicht nur in zukünftigen Aktienrenditen oder Gewinnwachstumsraten beobachten. Man kann sie auch in den Unternehmens-Rentabilitäten nachweisen: nach einer Stu-



die von Wallmeier im deutschen Aktienmarkt von 1967-1994, erzielen für wachstumsstark gehaltene Unternehmen zwar jeweils in den vorausgehenden 3 bis 6 Jahren überdurchschnittliche Gesamtkapital-Verzinsungen – in den Folgejahren brechen diese jedoch ein (Abbildung 2). Im Gegensatz dazu können wachstumsschwache Unternehmen zukünftig positiv überraschen. Nach ca. 5 bis 6 Jahren arbeiteten wachstumsschwache und wachstumsstarke Unternehmen wieder auf ähnlichen Rentabilitätsniveaus, wodurch sich extreme Bewertungsunterschiede nicht länger rechtfertigen lassen. Als Folge verbuchen die ehemals als wachstumsschwach eingestufteten Unternehmen Kurszuwächse, während die in der Presse stark präsenten Highflyer fallen.

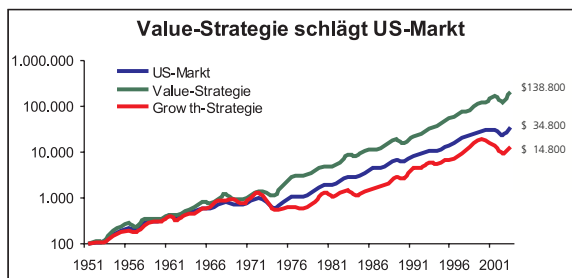


Abb. 3: Jährliche Investition in die 50 Aktien mit den niedrigsten (Value) bzw. höchsten (Glamour) KBV von 1951-2003 (1952-96: O'Shaughnessy, 1997-03: eigene Untersuchungen)

Value-Investoren profitieren von den systematischen Fehleinschätzungen der Marktteilnehmer. Da sich die Wachstumserwartungen eines Unternehmens in dessen Bewertungsniveau widerspiegeln, setzen valueorientierte Anleger auf Unternehmen, deren zukünftiges Wachstum unterschätzt wird. Sie spekulieren darauf, dass die breite Masse diesen Fehler mittelfristig erkennt und niedrig bewertete Unternehmen als Folge dessen im Kurs steigen.

Dass sich eine Investition in günstige Unternehmen tatsächlich auszahlt, haben wir in den vergangenen Ausgaben für das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) und das Kurs-CashFlow-Verhältnis (KCV) dargestellt. Value-Investoren können jedoch ebenso auf das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) zurückgreifen, um gewinnbringende Value-Strategien umzusetzen. Hätte ein Investor beispielsweise 1951 100 Dollar jährlich jeweils in die 50 US-Aktien mit den niedrigsten

KBV investiert, hätte er im Jahr 2003 ein Vermögen von 138.800 Dollar angehäuft. Den Gesamtmarkt (34.800 Dollar) – und damit rund 80 Prozent aller Fondsmanager – hätte er um Längen geschlagen. Am schlechtesten entwickelten sich jedoch die hoch bewerteten Aktien, denen die besten Wachstumsaussichten bescheinigt wurden (\$14.800, Abbildung 3).

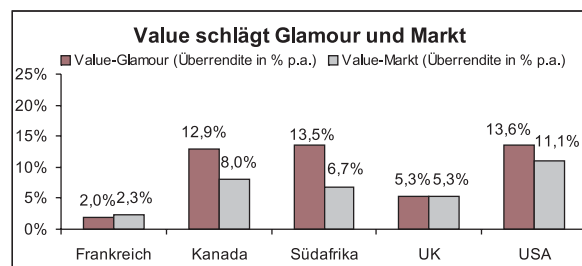


Abb. 4: Überrenditen der KBV-Strategien von 1990-04 gegenüber Glamour-Strategien (rot) und dem Markt (grau).

Diese Überrenditen konnten wir in zahlreichen internationalen Märkten und in unterschiedlichen Beobachtungszeiträumen bestätigen. Im Mittel schlagen nach dem KBV niedrig bewertete Unternehmen hoch bewertete um jährlich 10 Prozent sowie den Gesamtmarkt um ca. 5 Prozent. Auch externe Studien kommen zu vergleichbaren Ergebnissen:

Biasarme Studie	Zeitraum	Markt	Value - Glamour
Fama/French (1992)	1963-1990	US	18,2% p.a.
Davis (1994)	1940-1963	US	6,8% p.a.
Lakonishok/ Shleifer/ Vishny (1994)	1968-1990	US	6,3% p.a.
Fama/French (1998)	1975-1995	12 Märkte	5,6% p.a.
O'Shaughnessy (98)	1952-1996	US	4,4% p.a.
Wallmeier (2000)	1967-1994	D	12,6% p.a.
Eigene Studie (2004)	1990-2004	5 Märkte	9,4% p.a.

Tabelle 1: Value Studien zum KBV. „Value-Glamour“ gibt darüber Auskunft, um wieviel Prozent niedrig bewertete Value-Aktien hoch bewertete Glamour-Aktien schlagen (p.a.).

Die Überrenditen der Value-Strategien lassen sich darüber hinaus nicht auf höhere Risiken zurückführen. Weder die Standardabweichung der Renditen, die Betas noch die Anfälligkeit in verlustreichen Marktphasen zeigen höhere Risiken auf.



Insofern lassen die Untersuchungsergebnisse nur zwei Schlüsse zu:

- 1. Analystenprognosen taugen allerhöchstens als Kontraindikator!**
- 2. Investitionen in niedrig bewertete Aktien zahlen sich aus!**

Die von uns betreuten Fonds profitieren von diesen Erkenntnissen. So betrachten wir zukünftige Schätzungen mit Skepsis und verfolgen einen konsequent value-orientierten und antizyklischen Investmentansatz. Unsere durchschnittliche Out-performance von über 15 Prozent p.a. sowohl beim StarCap Primos (LU0137341359) als auch beim DG Lux Starpoint (LU0114997082) sprechen für sich...

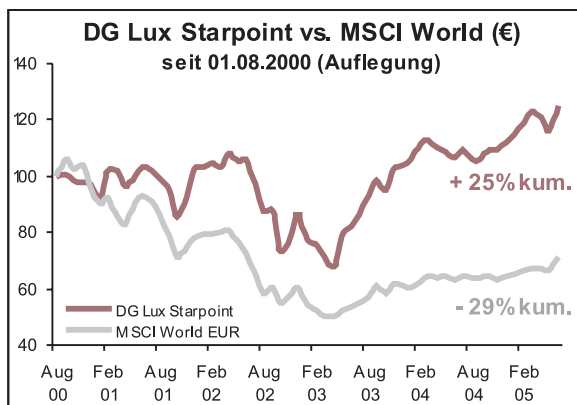


Abb. 5: DG Lux Starpoint vs. MSCI World (€) inkl. Dividenden-erträgen seit Auflage des DG Lux Starpoint am 1.8.2000.

TOP 10 KBV	Kurs	KBV
DAIMLERCHRYSLER	33,1	1,0
AEGON	10,57	1,1
CREDIT AGRICOLE	21,4	1,2
DEUTSCHE BANK	63,55	1,3
MUNCH.RUCK.	88,1	1,3
SAINT GOBAIN	47,01	1,4
ALLIANZ	95,3	1,4
E ON	70,8	1,4
LAFARGE	71,85	1,4
AXA	19,95	1,5

Tabelle 2: Günstige Aktien im DJ Euro Stoxx 50.

Quellen zu diesem Beitrag:

Soweit nicht anders angegeben: Thomson Financial Dastream sowie eigene Berechnungen.

Davis, James L., The Cross-Section of Realized Stock Returns: The Pre-COMPSTAT Evidence, Journal of Finance 49, 5, 1994, S. 1579-1593.

Fama, Eugene F. / French, Kenneth R., The Cross-Section of Expected Stock Returns, Journal of Finance 47, 2, 1992, S. 427-465.

Fama, Eugene F. / French, Kenneth R., Value versus Growth: The International Evidence, Journal of Finance 53, 1998, S. 1975-1999.

Lakonishok, Josef / Shleifer, Andrei / Vishny, Robert W., Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk, Journal of Finance 49, 1994, S. 1541-1578.

La Porta, Rafael, Expectations and the Cross-Section of Stock Returns, Journal of Finance 51, 1996, S. 1715-1742.

O'Shaughnessy, James P., Die besten Anlagestrategien aller Zeiten, Verlag Moderne Industrie 2000, 3. Auflage.

Wallmeier, Martin, Determinanten erwarteter Renditen am deutschen Aktienmarkt – Eine empirische Untersuchung anhand ausgewählter Kennzahlen, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 52, Februar 2000, S. 27-57.

IMPRESSUM UND DISCLAIMER

Herausgeber: Huber Portfolio AG, Kronberger Str. 45, 61440 Oberursel; Tel: 06171/887 66-0, Fax: 06171/887 66-49

Redaktion: Dipl.-Wirtsch.-Inf. Norbert Keimling

E-Mail Redaktion: info@huber-portfolio.de

Erscheinungsort: Frankfurt am Main

Redaktionsschluss: 20.06.2005

Besonderer Hinweis: Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Informationen, Meinungen und Prognosen stützen sich auf Analyseberichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Eine Gewähr hinsichtlich Qualität und Wahrheitsgehalt dieser Informationen muss dennoch ausgeschlossen werden. Eine Haftung für mittelbare und unmittelbare Folgen der veröffentlichten Inhalte ist somit ausgeschlossen. Insbesondere gilt dies für Leser, die unsere Investmentanalysen und Interviewinhalte in eigene Anlagedispositionen umsetzen. So stellen weder unsere Musterdepots noch unsere Einzelanalysen zu bestimmten Wertpapieren einen Aufruf zur individuellen oder allgemeinen Nachbildung, auch nicht stillschweigend, dar. Handelsanregungen oder Empfehlungen in diesem Fondsjournal stellen keine Aufforderung von Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Finanzprodukten dar. Dieses Fondsjournal darf keinesfalls als persönliche oder auch allgemeine Beratung aufgefasst werden, auch nicht stillschweigend, da wir mittels veröffentlichter Inhalte lediglich unsere subjektive Meinung reflektieren. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine Prognose für die Zukunft.
© 2005