

KURS-GEWINN-VERHÄLTNIS: KEIN GUTES BEWERTUNGSMAß IN KRISENZEITEN

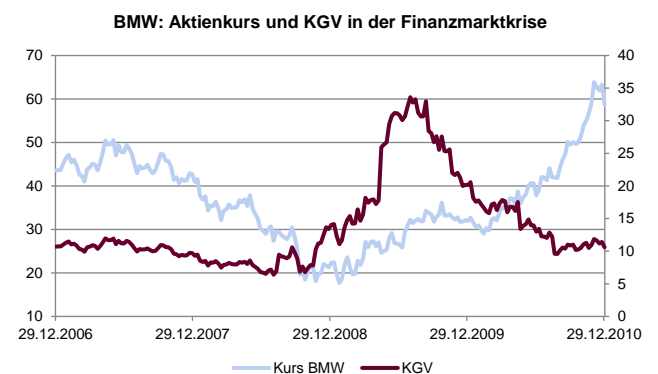
Das Kurs-Gewinn-Verhältnis ist das beliebteste Bewertungsmaß an den Aktienmärkten, obwohl es einen entscheidenden Nachteil hat: Es funktioniert nicht gut und unter Umständen gar nicht in Krisenzeiten. In Phasen mit geringer Visibilität und hoher Unsicherheit sind Bewertungsmaßstäbe mit weit weniger volatilen Bezugsgrößen als Unternehmensgewinne geeigneter. Hier bieten sich vor allem das Kurs-Buchwert-Verhältnis sowie das Shiller-KGV an. Für Investoren, die nach den starken Markteinbrüchen der letzten Wochen über einen Einstieg nachdenken, bieten die beiden Maße zudem Anhaltspunkte dafür, wie hoch in einem Worst-Case-Szenario der maximal zu erwartender Verlust auch nach den Kursrücksetzern noch sein kann.

Das beliebteste und bekannteste Bewertungsmaß für Aktien ist das **Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)**. Dabei wird der Kurs einer Aktie oder eines Index ins Verhältnis zu den Gewinnen gesetzt. In anderen Worten, das Maß beschreibt, wieviel ein Anleger für eine Einheit Gewinn bezahlen muss. Das KGV ist intuitiv, einfach zu berechnen und bezieht sich mit dem Gewinn auch auf die für die Aktienentwicklung relevante Größe. In Phasen mit hoher Visibilität der Geschäftsentwicklung macht eine Einschätzung der Bewertungshöhe anhand des KGV daher durchaus Sinn.

Es gibt jedoch ein entscheidendes Problem dieser Messgröße: Während der im Zähler stehende Kurs einer Aktie tendenziell langfristige Investorenerwartungen abbildet, bezieht sich der Gewinn im Nenner nur auf eine bestimmte Periode. Da der **Gewinn zu den volatilsten Unternehmenszahlen** gehört, kann es hier bei starken periodenübergreifenden Schwankungen der Profitabilität oder bei Einmaleffekten zu massiven Verzerrungen dieser Bewertungsgröße kommen. So kann bei einem starken Gewinneinbruch auch bei bereits erfolgten Kursverlusten ein sehr hohes KGV ausgewiesen und damit eine Überbewertung suggeriert werden, obwohl sich eine Aktie eventuell bereits nahe am Tiefpunkt befindet. Kommt es zu Periodenverlusten, wird das Kurs-Gewinn-Verhältnis gänzlich unbrauchbar und es kann keine Bewertungsmaßzahl unter Berücksichtigung der Gewinne mehr ausgewiesen werden. Ebenso können hohe Gewinne oder Gewinnerwartungen zum Ende eines Wirtschaftszyklus eine günstige Bewertung anzeigen, obwohl die Aktie sich nahe an einem Hochpunkt befindet.

Das Problem lässt sich gut am Beispiel der Aktie von BMW während der **Finanzmarktkrise 2008/2009** veranschaulichen. Der Aktienkurs erreichte seine tiefsten Werte zwischen Dezember 2008 und März 2009. In dieser Zeit lag das KGV aber teilweise bereits bei über 16 und

damit deutlich höher als zum Zeitpunkt der vorhergegangenen All-Time-Highs im Juni 2007. Das heißt, nahe des Tiefpunktes hätte das KGV eine hohe Aktienbewertung angezeigt und damit vermutlich zu Fehlentscheidungen geführt. Das Problem des KGV ist die volatile Basis.



Die Thematik lässt sich ebenso auf die **Bewertung von Indizes** übertragen. Zwar ist die Volatilität von Gewinnen hier geringer, das Problem bleibt aber bestehen. Das KGV wird besonders in Krisenzeiten schnell unbrauchbar und liefert im Extremfall, wenn die Gewinne negativ werden, gar keine Werte mehr. Dies ist besonders in schwierigen Marktphasen ein Problem, da Investoren anhand der Bewertungen versuchen, das weitere Verlustpotenzial zu bestimmen oder den Zeitpunkt für einen Wiedereinstieg zu determinieren.

In Krisenphasen müssen als Bewertungsgrundlage also weniger volatile Maßstäbe verwendet werden. Auf der Eigenkapitalseite haben sich dabei vor allem das **Preis-Buchwert-Verhältnis (KBV)** sowie ein zyklus-angepasste Kurs-Gewinn-Verhältnis (**Shiller-KGV**) etabliert.

Das Kurs-Buchwert-Verhältnis setzt den Aktienkurs ins Verhältnis zum buchhalterischen Eigenkapital pro Aktie. Historisch zeigt sich, dass das KBV vor allem in Krisenzeiten eine bessere Aussagekraft als das KGV

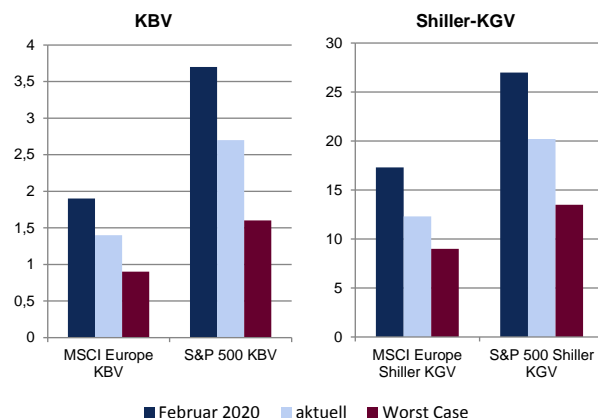
aufweist. Der Buchwert von Unternehmen ist viel weniger volatil. Das Problem, dass einige Vermögenswerte praktisch auf ewig zum Einkaufspreis in der Bilanz stehen, wurde durch eine zunehmende Einführung von **Mark-to-Market-Bewertungen** abgemildert. Zudem kann der Buchwert nur in Ausnahmefällen negativ werden, wodurch anders als beim KGV fast immer ein Wert zu ermitteln ist.

Eine ebenso sinnvolle Alternative ist das Shiller-KGV. Dabei wird der aktuelle Aktienkurs ins Verhältnis zum durchschnittlichen Gewinn der letzten zehn Jahr gesetzt. Die Kurse und Gewinne werden inflationsadjustiert. Hierdurch wird eine **Glättung der Gewinne über einen gesamten Konjunkturzyklus** erreicht. Der Nenner des Shiller-KGV stellt damit eine wenig volatile Bezugsgröße dar, wodurch sich das Maß auch in Krisenphasen eignet.

Die Anwendbarkeit der beiden Maße lässt sich gut anhand der aktuellen Situation darstellen. Seit ihrem Hochpunkt im Februar dieses Jahres haben sowohl der US-amerikanische als auch der europäische Aktienmarkt über 20 Prozent verloren. Anleger stellen sich die Frage, wie weit es in einem möglichen **Worst-Case-Szenario** noch nach unten gehen kann. Anhaltspunkte hierfür können die Werte des KBV und des Shiller-KGV zu den Tiefpunkten vorheriger Krisen geben.

Aktuell steht das KBV des MSCI Europe bei etwa 1,4, das KBV des S&P 500 bei 2,7. In den Krisenjahren 2008/2009 fielen die Werte bis auf 1,0 bzw. 1,4. Zu beachten ist dabei jedoch, dass heute einerseits ein geringeres Zinsniveau vorherrscht (positiv für KBV), die Unternehmen in Europa im Schnitt aber weniger profitabel sind (negativ für KBV). Unter Beachtung dieser

veränderten Umstände schätzen wir das Worst-Case-KBV für den MSCI Europe auf etwa 0,9 und für den S&P 500 auf 1,6.



Das Shiller-KGV fiel in Europa und den USA während der Finanzmarktkrise 2008/2009 auf Werte von 8,2 bzw. 9,5. Aktuell liegen die Werte im MSCI Europe bei 12,2 und im S&P 500 bei 20,2. Unter Beachtung des niedrigen Zinsniveaus schätzen wir mögliche Worst-Case-Werte des Shiller-KGV auf 9,0 im MSCI Europe und 13,5 im S&P 500.

Auch wenn es bisher noch nicht nach einem Worst-Case-Szenario aussieht, ist es für Investoren wichtig zu verstehen, dass in einem solchen Fall **weitere signifikante Verluste** zu erwarten sind. Für den MSCI Europe schätzen wir die noch potenziell maximal möglichen Verluste ausgehend vom aktuellen Niveau auf etwa 25 bis 35 Prozent. Im S&P 500 liegt dieser Wert bei 35 bis 40 Prozent. Anleger, die aktuell über einen Einstieg nachdenken, sollten sich dieser Risiken bewusst sein.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319
 Erik Baas, CFA (ebaas@marcard.de), Björn Block (bblock@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2020

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsansagen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.