

Handelsblatt print: Nr. 123 vom 30.06.2021 Seite 036 / Finanzen
Geldanlage

ANLAGESTRATEGIE

Wann kommt die Dax-Wende? Diese Kennzahl verrät es

Fünf Dax-Werte fallen dabei besonders auf.

Ulf Sommer Düsseldorf

Aktien sind überbewertet - lautet der häufigste Einwand angesichts stark gestiegener Kurse. Anders als das gängigere Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), das hoch und niedrig bewertete Aktien anzeigt, ist das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) geeignet, um mögliche Wendepunkte an der Börse zu erkennen. Es drückt aus, wie viel Anleger für ein Unternehmen und seine Anteilscheine, gemessen an der Substanz, bezahlen.

In der Vergangenheit war es ein gutes Ausstiegssignal, wenn der Dax mit einem KBV von zwei oder mehr bewertet war. In dem Fall bezahlten Anleger die 30 Unternehmen im Schnitt mit ihrem Doppelten des in der Bilanz ausgewiesenen Buchwerts. Daran gemessen ist jetzt fast der Ausstiegszeitpunkt gekommen, doch es gibt noch etwas Luft. Interessant erscheinen Aktien mit einem unterdurchschnittlichen KBV. Fünf Dax-Titel gibt es mit einem Abschlag von mehr als einem Drittel gegenüber ihrer 20-Jahres-Bewertung. 2007 und davor zur Jahrtausendwende kosteten die 30 Dax-Titel kurzzeitig mehr als das Zweifache ihres damaligen Buchwerts (siehe Grafik). Beide Male stürzten die Börsen anschließend ab.

Aktuell liegt der einfache Buchwert bei den 30 Dax-Unternehmen bei 8500 Punkten. Bei einem aktuellen Niveau von 15.600 Punkten errechnet sich daraus ein KBV von 1,83. Der kritische Faktor von zwei wird mit 17.000 Zählern erreicht. Rechnerisch bleibt also ein Potenzial von maximal knapp zehn Prozent. "Bis zur nächsten Berichtssaison im August dürfte sich das KBV des Dax weitgehend auf seinem aktuellen hohen Niveau halten", zeigt sich Commerzbank-Analyst Andreas Hürkamp überzeugt. Für ihn ist diese Kennzahl seit Langem ein zuverlässiger Indikator, um überbewertete von unterbewerteten Märkten zu unterscheiden und Ein- und Ausstiegssignale zu erhalten.

Starke Konjunkturdaten, das Auslaufen der Corona-Lockdowns, stetige Fortschritte bei den Impfungen und Hoffnungen auf ein neues Infrastrukturprogramm in den USA dürften die Aktienkurse vorerst weiter stützen. Im weiteren Verlauf des zweiten Halbjahrs werde das Dax-KBV aber fallen, zeigt sich Hürkamp überzeugt. Das würde bedeuten: Die Kurse fallen. Anhaltende Inflationssorgen, Phasen mit steigenden langfristigen Renditen an den Anleihemärkten, eine weniger expansive Geldpolitik und ein schwächeres Wachstum in China dürften für einen Rückgang sorgen.

/// Besonders zuverlässig im Börsenabsturz // .

Noch zuverlässiger war die Kennzahl in der Vergangenheit inmitten ausgeprägter Crashes - so auch im jüngsten Börsenverfall vor gut einem Jahr. Auf dem Tiefpunkt der vergangenen Abstürze bezahlten Anleger für die Dax-Unternehmen stets nur noch so wenig, wie diese an Buchwert bilanzierten. Das heißt, die Aktien im gesamten Dax handelten mit einem durchschnittlichen KBV von eins oder noch weniger. Das war nach dem Platzen der Technologieblase 2002/03 so, als der Dax bis auf 2200 Punkte fiel. Das nächste Mal rutschte er in der Finanzkrise 2009 auf 3666 Zähler und das letzte Mal im Corona-Crash 2020 bis auf 8200 Punkte. Stets endete der Börsenverfall, als das Dax-KBV den Faktor eins erreichte oder knapp unterschritt. Weil die Unternehmen im Laufe der Zeit ihr Eigenkapital und damit auch ihren Buchwert erhöhten, ganz besonders in der Zeit zwischen 2010 und 2020, stieg das Niveau kontinuierlich an. Aktuell wäre ein Dax-Niveau von 8500 Punkten das perfekte Einstiegssignal. Würde der Dax so weit fallen - das wäre ein Crash von 45 Prozent - , dann wären die Konzerne im Schnitt exakt mit ihrem Buchwert bewertet.

Doch darauf zu warten kann lange dauern. Angesichts der schlechten Anlagealternativen spricht einiges für einen Fortbestand hoher Kurs-Buchwert-Verhältnisse und damit hoher Aktienkurse. Für Ersparter gibt es keine Zinsen, auch nicht für Staats- und Unternehmensanleihen. Der Blick auf die Einzeltitel zeigt, dass viele Aktien teuer sind, weil ihr KBV hoch ist. Dabei ist jedoch zu beachten, dass Technologiewerte wie SAP immer mit einem höheren Kurs-Buchwert notieren. Die Firmen in dieser Branche halten weniger Maschinen, Fabriken oder Fuhrparks vor als beispielsweise klassische Industrieunternehmen. Deshalb ist beispielsweise bei Autokonzernen das KBV stets niedriger. Entscheidend ist der Vergleich jedes Unternehmens und seiner Aktie mit dem eigenen, langjährigen Durchschnitt - so wie es das Handelsblatt berechnet hat. So notieren beispielsweise Siemens-Aktien bei ihrem aktuellen Kursniveau von 138 Euro mehr als 40 Prozent über ihrem 20-Jahres-Durchschnitt, bei der Deutschen Post sind es fast 60 Prozent. Der Konzern profitiert vom Paketboom im Onlinehandel, der Aktienkurs notiert auf Rekordhöhe.

Adidas und Infineon kosten sogar mehr als doppelt so viel wie in ihrem langjährigen Mittel. Hier ist also Vorsicht angesagt. Der hohe Wert bei Delivery Hero zeigt zwar die höchste Überbewertung im Dax an - ist aber nicht sehr aussagekräftig, weil der

Essenslieferant erst seit 2017 an der Börse notiert. Fast die Hälfte der Dax-Unternehmen und ihrer Aktien kosten derzeit weniger, als es dem langjährigen Mittel ihres Kurs-Buchwerts entspricht. Fünf Titel notieren sogar mit einem Abschlag von mindestens einem Drittel. Ihnen gilt der nähere Blick. Ein ungewöhnlich niedriger Kurs-Buchwert bei Einzelaktien hat immer Gründe und birgt Risiken - aber auch Chancen.

/// RWE mit dem größten Abschlag // .

Seit dem Ausstieg Deutschlands aus der **Kernenergie** ist der Versorger nicht mehr mit dem alten Konzern zu vergleichen, zumal auch Strom aus Braunkohle keine Zukunft mehr hat. Das ist ein Hauptgrund für den Absturz der Aktie und den niedrigen Kurs-Buchwert. Insofern ist der hohe Bewertungsabschlag mit Blick auf die hohen Konzerngewinne in der Vergangenheit mit Vorsicht zu interpretieren. Doch es gibt Potenzial. RWE hat sich neu erfunden und im Zuge eines Tauschs mit Eon die erneuerbaren **Energien** der Tochter Innogy und auch die von Eon erhalten.

Fast alle Analysten setzen auf den neuen Kurs. Die kanadische Bank RBC empfiehlt die Aktie mit einem Kursziel von 42 Euro zum Kauf. Die unterdurchschnittliche Kursentwicklung von Versorgern mit einem starken Anteil erneuerbarer **Energien** seit Jahresbeginn biete attraktive Einstiegsmöglichkeiten, meint John Musk. RWE zähle wegen seines besonders niedrig bewerteten **Erneuerbare-Energien**-Geschäfts, das in den Vordergrund rücke, zu seinen bevorzugten Titeln.

Der neue Weg ist allerdings schwer. Anders als viele Wettbewerber hat RWE vom kalten Winter nicht profitiert. Winterstürme und Eisregen in den USA haben den Gewinn belastet, weil Windkraftanlagen vorübergehend ausfielen, Gasanlagen zugefroren waren und RWE Strom teuer zukaufen musste, um seine Lieferverpflichtungen zu erfüllen. Das bescherte im US-Geschäft Verluste und dem Gesamtkonzern im ersten Quartal mit 340 Millionen Euro Nettogewinn nur in etwa halb so viel wie im Vorjahreszeitraum. Insofern spiegelt der Bewertungsabschlag das Ende verlässlicher Gewinne aus **Kernenergie** und die Risiken aus dem schwankungsvollen grünen **Energiegeschäft** wider.

/// Analysten bei Deutscher Bank kritisch // .

Die lange Leidenszeit der Deutschen Bank hat zumindest ihr vorläufiges Ende gefunden. 908 Millionen Euro Nettogewinn in den ersten drei Monaten messen sich mit einem Verlust von 43 Millionen Euro im Vorjahr. Nach dem höchsten Quartalsgewinn seit sieben Jahren stehen die Chancen gut, dass Deutschlands größtes Finanzinstitut auch im Gesamtjahr schwarze Zahlen bilanziert. Allein in den vergangenen drei Monaten haben Analysten ihre Schätzungen für den Nettojahresgewinn im Durchschnitt um mehr als 70 Prozent angehoben. Bereits im ersten Quartal wurden 300 Millionen Euro für die Dividende im nächsten Frühjahr zurückgestellt. Ausschüttungen gab es zuletzt für das Geschäftsjahr 2018. Gegenüber dem Kurstief von 2020 hat sich die Aktie mehr als verdoppelt. Im Langfristchart ist dies jedoch kaum zu erkennen, denn gegenüber dem Allzeithoch von 2007 beträgt der Abschlag noch 88 Prozent. Die Skepsis bleibt: 13 von 30 internationalen Analysten, die sich mit der Deutschen Bank eingehend beschäftigen, empfehlen aktuell den Verkauf der Aktie. Das ist in der üblicherweise optimistischen Zukunft ein ungewöhnlich hoher Wert.

/// Bayer und der eingekaufte Abschlag // .

Mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von knapp 1,5 und einem Abschlag von mehr als einem Drittel zum unternehmenseigenen Mittelwert der vergangenen 20 Jahre zählt Bayer zu den preiswertesten Aktien der Branche weltweit. Das hat Gründe, denn mit Monsanto hat sich Bayer für mehr als 50 Milliarden Euro diesen Bewertungsabschlag selbst eingekauft. Vor dem Deal notierte der Leverkusener Konzern mit einem Aufschlag. Besserung ist nicht in Sicht, solange sich die Klagen vor amerikanischen Gerichten gegen vermeintliche Krebserkrankungen nach Gebrauch des von Monsanto hergestellten Unkrautvernichters Glyphosat fortsetzen. Ein Vergleichsangebot von rund zehn Milliarden Euro überzeugt US-Richter bislang nicht. Das heißt aber auch: Bei einem Ende des Rechtsstreits winken Bayer deutlich höhere Aktienkurse. Nichts anderes spiegelt der niedrige Kurs-Buchwert wider.

/// SAP und der Kraichgau-Abschlag // .

Lange Zeit hatten Spötter von einem Kraichgauer Bewertungsabschlag gesprochen, wenn es um den Vergleich zwischen Europas größtem Softwarehersteller und seinen Konkurrenten im Silicon Valley ging. Der schillernde Amerikaner Bill McDermott hat mit konsequenten Zukäufen aus diesem Abschlag einen Aufschlag gemacht. Inzwischen ist auch das wieder Geschichte, seitdem der Kraichgauer Christian Klein SAP führt und eine Kehrtwende vollzogen hat. Anstelle des aggressiven Wachstums durch oftmals sehr teure Übernahmen rücken Kundenzufriedenheit und eine stärkere strategische Fokussierung in den Mittelpunkt. Gleich zweimal wurde die Prognose gesenkt, was den Aktienkurs belastete. Mit einem Kursbuchwert von gut vier ist SAP ein Drittel niedriger bewertet als im historischen Mittel.

Darin liegen Kurschancen. Zwar schockierte SAP seine Aktionäre mit der Aussage, die Investitionen in die Infrastruktur fürs Cloud-Computing zu erhöhen. Doch der Schritt dürfte sich langfristig auszahlen: Darauf spekulieren jedenfalls die meisten Analysten. Denn bei den Cloud-Produkten ist das Ertragspotenzial am größten. Anleger werden wohl Geduld brauchen, denn erst einmal wirkt sich das neue Geschäftsmodell nachteilig aus: Anders als beim Verkauf von Lizenzen erstrecken sich die Einnahmen und damit Gewinne aus den Cloud-Diensten über einen längeren Zeitraum, während die Kosten vorab entstehen. Das verringert erst einmal die Profitabilität. Bislang bleiben im Cloud-Geschäft zwei Drittel vom Umsatz als Bruttogewinn übrig. Cloud-Spezialisten wie Salesforce erreichen Magen von mehr als 70, der Dauerkonkurrent Oracle sogar fast 80 Prozent. Vor 2023 sind bei SAP keine Steigerungen zu erwarten.

/// Fresenius' schwierige Konzernstruktur // .

Der Kurs hat sich halbiert, ohne dass die Gewinne nennenswert gesunken sind. Das macht die Aktie preiswert, wie sich am niedrigen Kurs-Buchwert von knapp 1,4 ablesen lässt. Doch der Abschalag von gut einem Drittel gegenüber dem eigenen Mittel hat Gründe. Der Gesundheitskonzern wird sein ursprüngliches Ziel, den Gewinn 2021 gegenüber dem Vorjahr zu steigern, wohl nicht erreichen. Nach der Gewinnwarnung seiner großen Unternehmenstochter Fresenius Medical Care (FMC), die ebenfalls im Dax notiert, rechnet Fresenius nur noch damit, dass sein Konzernergebnis im Vergleich zum Vorjahr "mindestens in etwa stabil" bleiben wird, nachdem es im Corona-Jahr 2020 "nur" um vier Prozent gesunken war.

Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass der Bad Homburger Gesundheitskonzern rund eine Milliarde Euro an staatlichen Hilfen kassiert hat: 742 Millionen Euro für Helios mit seinen 86 Kliniken in Deutschland, weitere 249 Millionen Euro für die Dialysetochter Fresenius Medical Care in den USA und 52 Millionen Euro in anderen Ländern. Um seine längerfristigen Wachstumsziele zu erreichen, will Fresenius die Effizienz steigern und die Kostenbasis dauerhaft senken. Bis 2023 sollen Ergebnisverbesserungen von jährlich 100 Millionen Euro erreicht werden.

Gelingt es nicht, auf diese Weise den Börsenwert zu steigern, will Unternehmenschef Stephan Sturm die Konzernstruktur hinterfragen. Dafür hat er die Zustimmung vom Aufsichtsrat. Dazu passt, dass sich das Unternehmen mit Ex-Siemens-Manager Michael Sen einen ausgewiesenen Experten für Abspaltungen und Börsengänge geholt hat. Gut möglich, dass Fresenius auf seine Erfahrungen zurückgreift.

Kasten: ZITATE FAKTEN MEINUNGEN

Bis zur nächsten Berichtssaison im August dürfte sich das KBV des Dax weitgehend auf seinem aktuellen hohen Niveau halten.

Andreas Hürkamp
Commerzbank

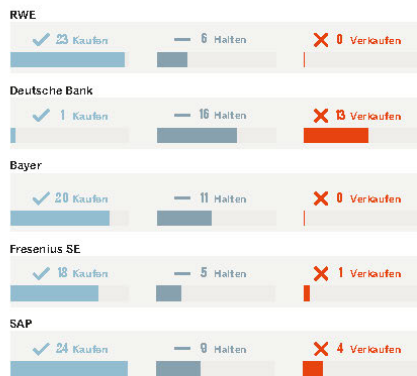
1,83 Punkte beträgt aktuell das Kurs-Buchwert-Verhältnis des Dax. Der kritische Faktor von zwei wird beim Indexstand von 17.000 Zählern erreicht.

Quelle: Eigene Berechnungen

Sommer, Ulf

Kurs-Buchwert-Verhältnis				
	Durchschnitt 20 Jahre*		Aktueller Wert	Abschlag/Aufschlag in Prozent
RWE	2,17	1,07		-51,0 %
Deutsche Bank	0,75	0,41		-45,3 %
Bayer	2,32	1,47		-36,7 %
Fresenius SE	2,12	1,39		-34,5 %
SAP	6,28	4,13		-34,2 %
Covestro	2,31	1,63		-29,7 %
Fresenius Medical Care	2,40	1,70		-29,0 %
BMW	1,31	0,94		-28,8 %
Linde	4,50	3,21		-28,7 %
BASF	2,05	1,58		-22,7 %
Siemens Energy	1,51	1,22		-19,1 %
Continental	2,23	1,89		-15,5 %
Allianz	1,16	1,13		-2,1 %
Vonovia	1,34	1,34		0,2 %
Henkel	2,16	2,18		+0,6 %
Munich Re	1,08	1,13		+4,7 %
Daimler	1,20	1,25		+4,9 %
Deutsche Börse	3,80	4,07		+7,2 %
Heidelberg Cement	1,05	1,13		+7,8 %
Deutsche Wohnen	1,20	1,36		+13,6 %
Eon	2,58	3,21		+24,6 %
Deutsche Telekom	1,69	2,16		+28,0 %
MTU Aero Engines	3,35	4,30		+28,6 %
Merck	2,60	3,64		+40,0 %
Siemens	2,01	2,90		+44,3 %
Volkswagen	0,81	1,20		+47,6 %
Deutsche Post	2,68	4,26		+58,3 %
Infineon	2,23	4,64		+107,8 %
Adidas	3,76	8,29		+120,5 %
Delivery Hero	7,50	18,50		+146,6 %

Analystenempfehlungen Letzte 12 Monate



HANDELSBLATT GRAFIK *Bew. seit Börsennotierung • Stand: 29.6.2021 • Quelle: Bloomberg
 Handelsblatt Nr. 123 vom 30.06.2021
 © Handelsblatt Media Group GmbH & Co. KG. Alle Rechte vorbehalten.
 Zum Erwerb weitergehender Rechte wenden Sie sich bitte an nutzungsrechte@vhb.de.

Quelle: Handelsblatt print: Nr. 123 vom 30.06.2021 Seite 036

Ressort: Finanzen
Geldanlage

Börsensegment: dax30
stoxx
dax30
dax30
stoxx
ICB4533
dax30
ICB7575
stoxx
dax30
tecdax
ICB9537
stoxx

Dokumentnummer: 779CD78F-3B2F-4174-8290-43B1CCB84205

Dauerhafte Adresse des Dokuments:

https://www.wiso-net.de/document/HB_779CD78F-3B2F-4174-8290-43B1CCB84205%7CHBPM_779CD78F-3B2F-4174-8290-4

Alle Rechte vorbehalten: (c) Handelsblatt GmbH



© GBI-Genios Deutsche Wirtschaftsdatenbank GmbH