

Norbert Keimling zum Thema unterschiedlicher Länderbewertungen aufgrund abweichender Sektorstrukturen

Marktbewertung durch Sektoren bestimmt?



Die alte Kaufmannsweisheit „Der Gewinn liegt im Einkauf“ gilt auch an den Finanzmärkten. So belegen zahlreiche Studien, dass unterbewertete Aktienmärkte langfristig deutlich höhere Wertzuwächse als hoch bewerte erzielen. Für Investoren ist es deshalb naheliegend, die Bewertungsniveaus verschiedener Länder zu vergleichen und sich anschließend vorzugsweise in Ländern mit attraktiven Bewertungen zu engagieren. Teure Märkte sollte man dagegen meiden.

Die alte Kaufmannsweisheit „Der Gewinn liegt im Einkauf“ gilt auch an den Finanzmärkten. So belegen zahlreiche Studien, dass unterbewertete Aktienmärkte langfristig deutlich höhere Wertzuwächse als hoch bewerte erzielen. Für Investoren ist es deshalb naheliegend, die Bewertungsniveaus verschiedener Länder zu vergleichen und sich anschließend vorzugsweise in Ländern mit attraktiven Bewertungen zu engagieren. Teure Märkte sollte man dagegen meiden.

Vergleicht man beispielsweise alle etablierten Aktienmärkte anhand des Kurs-Buchwert-Verhältnisses (KBV) zeichnen sich aktuell asiatische Märkte wie Singapur oder Korea durch besonders attraktive Bewertungen aus, während Dänemark und die USA teuer erscheinen. Doch sind wirklich alle Länder untereinander gleichermaßen gut vergleichbar?

Spezialfall Dänemark

Gerade der Fall Dänemark wirft Zweifel auf. So wird der dänische Aktienmarkt ungewöhnlich stark vom Healthcare-Sektor dominiert. Während dieser Sektor im Weltak-

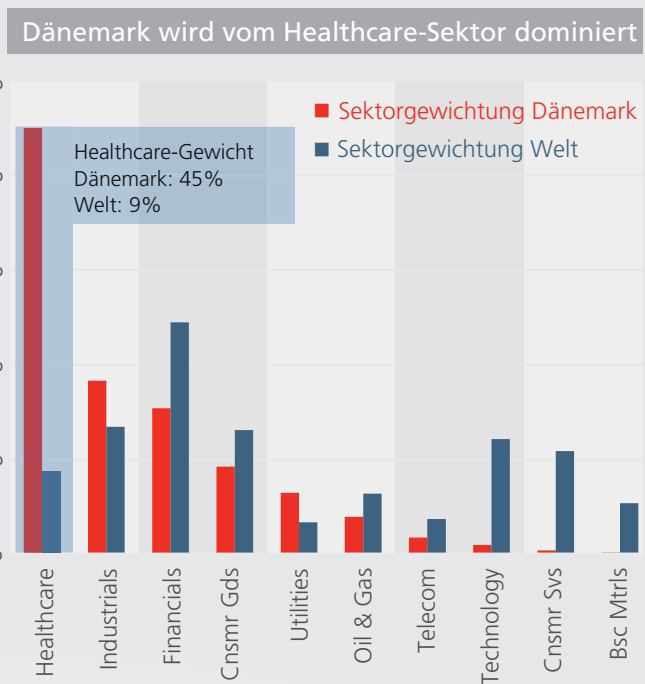


Abb. 1: Der Chart stellt die Sektorgewichtung des Datastream Denmark Index im Vergleich zum Datastream World Index dar. Quelle: Thomson Reuters Datastream und StarCapital per 28.02.2018.

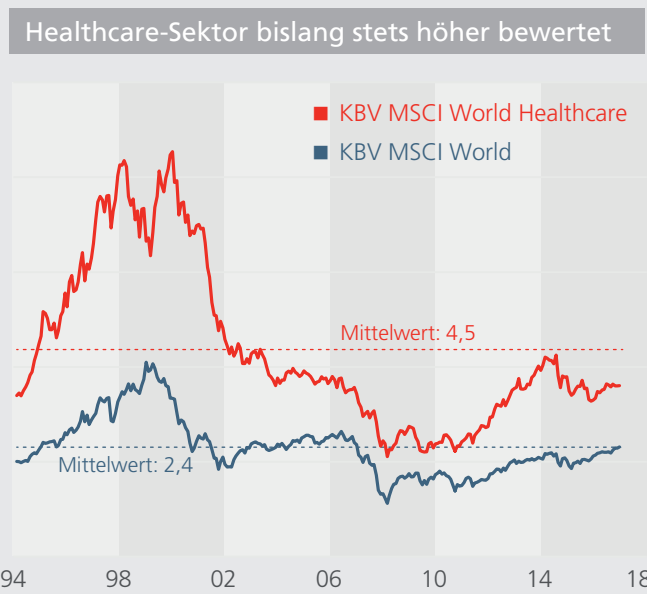


Abb. 2: Thomson Reuters Datastream per 28.02.2018.

tiensmarkt gerade einmal einen Anteil von 9% ausmacht, stellt er in Dänemark nahezu den halben Markt (Abb. 1).

Healthcare lässt Bewertung steigen

Berücksichtigt man den Umstand, dass der Healthcare-Sektor global in den letzten Jahrzehnten stets mit einem deutlichen Aufschlag zum Weltaktienmarkt gehandelt wurde - im Mittel 85% - stellt sich die Frage, ob der dänische Aktienmarkt mit einem derart hohen Gewicht in einem traditionell teuren Sektor jemals auf ein durchschnittliches Bewertungsniveau zurückfinden kann (Abb. 2).

Bewertungsvergleich klassisch vs. sektoradjustiert					
Land	KBV	KBV Welt	KBV Welt sekt.-adj.	Abschlag Welt	Abschlag sekt.-adj.
Australien	2,0	2,1	1,7	-3%	19%
Österreich	1,4	2,1	1,5	-35%	-6%
Belgien	2,0	2,1	2,5	-5%	-20%
Brasilien	2,1	2,1	1,6	-1%	27%
Kanada	1,8	2,1	1,6	-14%	12%
China	1,1	2,1	1,3	-47%	-14%
Tschechien	1,5	2,1	1,4	-27%	9%
Dänemark	3,2	2,1	2,5	50%	28%
Finnland	2,2	2,1	2,0	6%	12%
Frankreich	1,8	2,1	2,3	-16%	-23%
Deutschland	1,8	2,1	2,0	-13%	-10%
Hong Kong	1,7	2,1	1,8	-18%	-6%
Ungarn	1,5	2,1	1,5	-27%	5%
Indien	3,1	2,1	1,9	46%	61%
Irland	1,9	2,1	1,9	-11%	0%
Israel	1,5	2,1	1,7	-26%	-9%
Italien	1,3	2,1	1,6	-38%	-20%
Japan	1,4	2,1	2,1	-35%	-35%
Südkorea	1,1	2,1	2,1	-47%	-48%
Malaysia	1,7	2,1	1,8	-17%	-3%
Mexiko	2,3	2,1	2,2	7%	4%
Niederlande	2,0	2,1	2,3	-5%	-12%
Neuseeland	1,9	2,1	2,1	-8%	-10%
Norwegen	1,7	2,1	1,6	-18%	11%
Polen	1,3	2,1	1,5	-36%	-8%
Portugal	1,6	2,1	1,6	-26%	-3%
Russland	0,9	2,1	1,4	-57%	-35%
Singapur	1,2	2,1	1,6	-43%	-25%
Südafrika	2,0	2,1	1,7	-4%	19%
Spanien	1,6	2,1	1,7	-26%	-8%
Schweden	2,0	2,1	2,0	-4%	1%
Schweiz	2,5	2,1	2,3	20%	9%
Taiwan	2,0	2,1	2,2	-7%	-13%
Thailand	2,3	2,1	1,7	12%	39%
Türkei	1,5	2,1	1,6	-30%	-8%
UK	1,8	2,1	2,0	-15%	-9%
USA	3,2	2,1	2,5	53%	30%

Abb. 3: „KBV Welt sekt.-adj.“ entspricht der sektoradjustierten Welt-Bewertung, d.h. dem KBV eines theoretischen Weltaktienindexes der die identische Sektorzusammensetzung wie das jeweilige Land aufweist. Quelle: StarCapital per 28.02.2018.

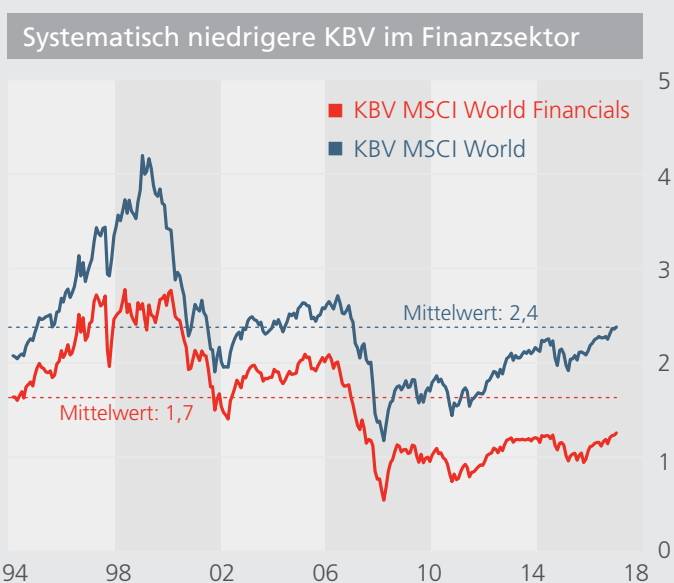


Abb. 4: Thomson Reuters Datastream per 28.02.2018.

Unter der Annahme, dass unterschiedliche Sektoren z.B. in Folge branchenspezifischer Bilanzstrukturen auch zukünftig unterschiedliche Bewertungsniveaus aufweisen und dass sich die Sektor-Struktur eines Marktes mittelfristig nicht gravierend ändert, erscheint es interessant zu hinterfragen, inwieweit die Überbewertung Dänemarks schlichtweg aus dem höheren Healthcare-Gewicht resultiert.

Dieser Effekt lässt sich quantifizieren, indem man die Bewertung Dänemarks mit der Bewertung einer sektoradjustierten Benchmark vergleicht: Hätte der Weltaktienmarkt bspw. die gleiche Sektorzusammensetzung wie Dänemark, inkl. dem hohen Healthcare-Anteil, würde dessen Bewertung von 2,1 auf 2,5 steigen. Der dänische Aktienmarkt wäre nicht länger 50% sondern lediglich 28% höher bewertet als der Weltaktienmarkt (Abb. 3). Damit ist annähernd die Hälfte der Überbewertung Dänemarks auf eine abweichende Sektorzusammensetzung zurückzuführen.

Sektoradjustierte Bewertungen weltweit

Für alle etablierten Aktienmärkte kann man zusammenfassend feststellen, dass unterbewertete Märkte zumeist auch nach einer Sektoradjustierung Unterbewertungen zeigen

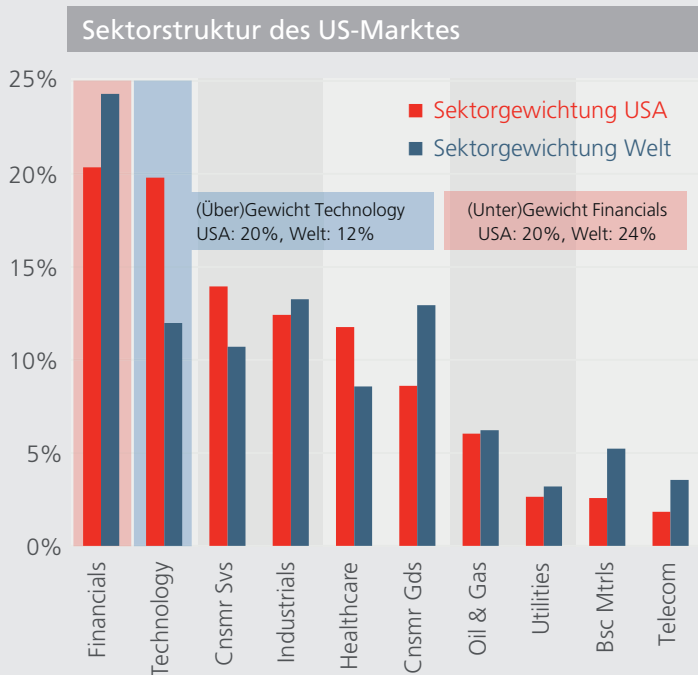


Abb. 5: Der Chart stellt die Sektorgewichtung des Datastream US Index im Vergleich zum Datastream World Index dar. Quelle: Thomson Reuters Datastream und StarCapital per 28.02.2018.

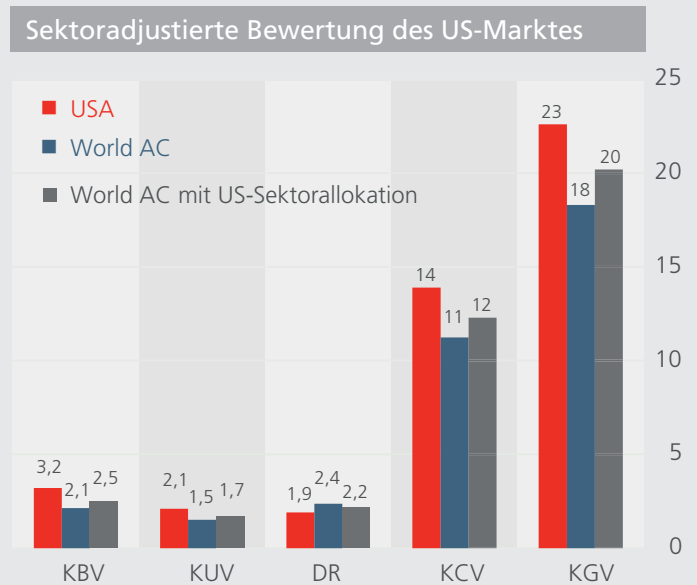


Abb. 6: Zur Bestimmung der US Über- bzw. Unterbewertung, welche aufgrund einer unterschiedlichen Sektorengewichtung zustande kommt, wird für fünf Bewertungskennzahlen die Welt-Sektorengewichtung an die US-Sektorengewichtung angepasst. USA umfasst nur US-amerikanische Unternehmen während die Benchmark World AC alle Unternehmen aus dem Datastream Universum widerspiegelt. Quelle: StarCapital per 28.02.2018.

und umgekehrt. Allerdings relativieren sich einige Unterbewertungen wie bspw. in Singapur, dessen niedriges KBV maßgeblich aus einem hohen Anteil von (historisch attraktiv bewerteten) Finanzwerten resultiert (Abb. 4).

In den attraktiv erscheinenden Märkten Norwegen, Kanada und Australien kehrt sich die Unterbewertung nach einer Sektoradjustierung auf Grund hoher Rohstoff- und Finanzanteile sogar in eine Überbewertung um. Dies bedeutet, dass die Aktien in diesen Ländern im Mittel sogar höher bewertet werden als ihre Wettbewerber aus anderen Ländern, was bei einem klassischen KBV-Ländervergleich jedoch im Verborgenen bleibt.

US-Überbewertung partiell durch Sektoren erklärbar

Die Sektorstruktur hat auch Einfluss auf die hohe US-Bewertung: ein geringeres Exposure in attraktiv bewerteten Finanzwerten und das Übergewicht in vergleichsweise teuren Technologie-Aktien lässt die Bewertung des US-Marktes zwangsläufig ansteigen (Abb. 5).

Würde der Weltaktienmarkt die gleiche Sektorstruktur wie der US-Markt aufweisen, würde dessen KBV-Bewertung von 2,1 auf 2,5 steigen. Damit lässt sich rund die Hälfte der Überbewertung auf eine abweichende Sektorzusammensetzung zurückführen. Für andere Bewertungsindikatoren fällt dieser Effekt ähnlich aus (Abb. 6).

Fazit

Anleger sollten Unterbewertungen deshalb insbes. in kleineren Ländern oder in Ländern mit einer deutlich abweichenden Sektorstruktur hinterfragen. Ein vergleichsweise attraktiv bewerteter Aktienmarkt enthält nicht immer attraktive Aktien.

Norbert Keimling
Leiter Kapitalmarktforschung

Impressum und Risikohinweis

Herausgeber:	StarCapital AG, Kronberger Str. 45, D-61440 Oberursel Tel: +49 6171 6 94 19-0, Fax: +49 6171 6 94 19-49
Redaktion:	Dipl.-Wirt. Inf. Norbert Keimling, Clemens Mensendieck
E-Mail Redaktion:	info@starcapital.de
Erscheinungsort:	Oberursel
Quellenhinweis:	Soweit nicht anders gekennzeichnet, wurden Tabellen und Charts auf Basis von Thomson Reuters Datastream und Bloomberg erstellt.

MSCI Disclaimer: Neither MSCI nor any other party involved in or related to compiling, computing or creating the MSCI data makes any express or implied warranties or representations with respect to such data (or the results to be obtained by the use thereof), and all such parties hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of such data. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in or related to compiling, computing or creating the data have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages. No further distribution or dissemination of the MSCI data is permitted without MSCI's express written consent.

Besonderer Hinweis: Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Informationen, Meinungen und Prognosen stützen sich auf Analyseberichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Diese Unterlage dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Aufforderung zum Anteilerwerb dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung, sie geben lediglich eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Fondsmerkmale. 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 Investment-

analysen 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 stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Finanzprodukten dar. Diese Publikation 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. In Fällen, in denen sich das Management zu bestimmten Wertpapieren äußert, sind wir als Firma, als Privatpersonen, für unsere Kunden oder als Berater oder Manager der von uns betreuten Fonds in der Regel unmittelbar oder mittelbar in diesen Wertpapieren investiert. Ein auf unsere Äußerungen folgender positiver Kursverlauf kann also den Wert des Vermögens unserer Mitarbeiter oder unserer Kunden steigern. Im Regelfall ist das Management der Firma StarCapital AG in den eigenen Fonds investiert. Sie können auf unserer Website in den Rechenschaftsberichten und Halbjahresberichten lückenlos feststellen, welche Wertpapiere unsere Fonds zu bestimmten Stichtagen hielten. Aktuelle Daten sind im Regelfall für alle Fonds und für die größten Fondspositionen auf den Fact Sheets zu unseren Fonds auf unserer Website zu finden. Die Aktien, die die StarCapital AG in ihren Fonds und in den von ihr betreuten Portfolios und Sondervermögen hält, können Sie unseren Geschäfts- und Rechenschaftsberichten entnehmen. Alleinige Grundlage für den Anteilerwerb sind der Verkaufsprospekt, das Verwaltungsreglement, die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) sowie die Berichte des Fonds. Diese Dokumente sind kostenlos in deutscher Sprache bei der Verwaltungsgesellschaft, der IP Concept (Luxemburg) S.A. 4, rue Thomas Edison, L-1455 Strassen, Luxembourg, sowie bei der Vertriebsstelle, der StarCapital AG, Kronberger Straße 45, D-61440 Oberursel erhältlich.

Dieses Dokument stellt eine Werbung im Sinne des WpHG dar. Dieses Dokument genügt nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegt nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen.

Ausführliche Hinweise zu Chancen und Risiken der dargestellten Fonds sowie steuerliche Informationen entnehmen Sie bitte dem aktuellen ausführlichen Verkaufsprospekt. Inhalte oder Auszüge hieraus dürfen ohne Einwilligung der StarCapital AG weder reproduziert noch vervielfältigt werden.

Alle Rechte vorbehalten. © 2018

Hinweis: Die wichtigsten Begriffe sind im Glossar unter starcapital.de/glossar erläutert.