

Kolumne

Marktbewertung durch Sektoren bestimmt?

Gastbeitrag von Norbert Keimling, StarCapital AG



Norbert Keimling, Jahrgang 1979, leitet die Kapitalmarktforschung der StarCapital AG. Nach seinem Studium der Wirtschaftsinformatik startete er seine berufliche Laufbahn im quantitativen Research der AMB Generali in Köln. Seit 2004 ist er für StarCapital tätig und verantwortet unter anderem den internationalen Aktienfonds StarCapital Priamos.

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.

Vergleicht man beispielsweise alle etablierten Aktienmärkte anhand des Kurs-Buchwert-Verhältnisses, 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?

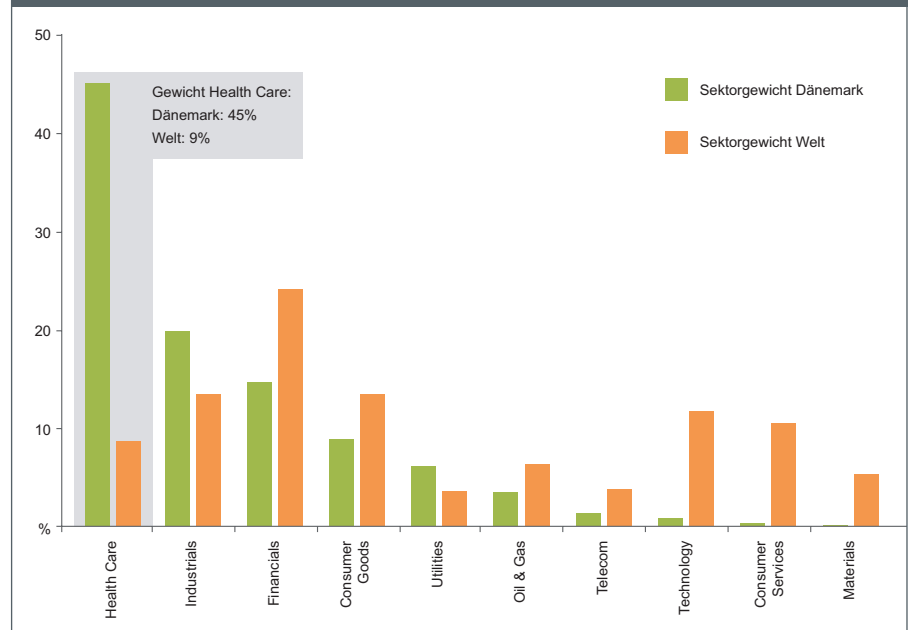
Spezialfall Dänemark

Gerade der Fall Dänemark wirft Zweifel auf. So wird der dänische Aktienmarkt ungewöhnlich stark vom Healthcare-Sektor dominiert. Während dieser Bereich im Weltaktienmarkt gerade einmal einen Anteil von 9% ausmacht, stellt er in Dänemark nahezu den halben Markt (Abb. 1).

Healthcare mit hoher Bewertung

Berücksichtigt man den Umstand, dass der Healthcare-Sektor global in den letzten Jahrzehnten stets mit einem deutlichen Aufschlag zum Weltaktienmarkt gehandelt

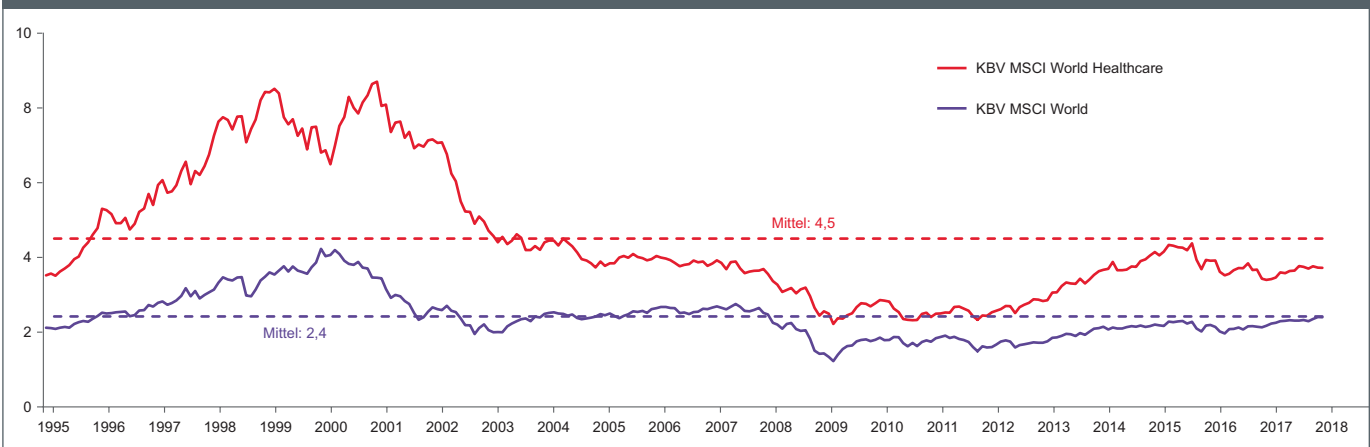
Abb. 1: Dänemark wird vom Healthcare-Sektor dominiert



Der Chart stellt die Sektorgewichtung des Datastream Denmark Index im Vergleich zum Datastream World Index zum 30.11.2017 dar

Quelle: Thomson Reuters Datastream: StarCapital

Abb. 2: Hoch bewertete Healthcare



Der Healthcare-Sektor wurde bislang stets mit Aufschlag beim Kurs-Buchwert-Verhältnis bewertet

Quelle: Thomson Reuters Datastream per 30.11.2017

wurde – im Mittel 86% –, stellt sich die Frage, ob der dänische Aktienmarkt mit einem derart hohen Gewicht in einem traditionell teuren Sektor jemals auf ein durchschnittliches Bewertungsniveau (z.B. anhand des KBVs = des Kurs-Buchwert-Verhältnisses) zurückfinden kann (Abb. 2).

Unter der Annahme, dass unterschiedliche Sektoren z.B. infolge branchenspezifischer Bilanzstrukturen auch zukünftig unterschiedliche Bewertungsniveaus aufweisen und dass sich die Sektorstruktur 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 beispielsweise die gleiche Sektorzusammensetzung wie Dänemark, inklusive des hohen Healthcare-Anteils, würde dessen Bewertung von 2,1 auf 2,5 steigen. Der dänische Aktienmarkt wäre nicht länger 46%, sondern lediglich 23% höher bewertet als der Weltaktienmarkt (Abb. 3). Damit ist die Hälfte der Überbewertung Dänemarks auf eine abweichende Sektorenzusammensetzung zurückzuführen.

Fazit

Für alle anderen etablierten Aktienmärkte kann man zusammenfassend feststellen, dass unterbewertete Märkte zumeist auch nach einer Sektoradjustierung Unterbewertungen zeigen und umgekehrt. Allerdings relativieren sich einige Unterbewertungen, wie beispielsweise in Singapur, dessen niedriges KBV maßgeblich aus einem hohen Anteil von Finanzwerten resultiert.

In den attraktiv erscheinenden Märkten Norwegen, Kanada und Australien kehrt sich die Unterbewertung nach einer Sektoradjustierung aufgrund 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 Wettbe-

werber aus anderen Ländern, was bei einem klassischen KBV-Ländervergleich jedoch im Verborgenen bleibt. Anleger sollten Unterbewertungen deshalb in kleineren Ländern oder in Ländern mit einer deutlich abweichenden Sektorstruktur hinterfragen – ein vergleichsweise attraktiv bewerteter Aktienmarkt enthält nicht immer attraktive Aktien.

Abb. 3: Bewertungsvergleich klassisch vs. sektoradjustiert

Land	KBV	Welt	KBV Welt sektoradj.	Discount Welt	Discount sektoradj.
Australien	2,1	2,1	1,7	-4%	+20%
Belgien	2,1	2,1	2,7	-3%	-22%
Dänemark	3,1	2,1	2,5	+46%	+23%
Deutschland	1,9	2,1	2,1	-11%	-9%
Finnland	2,1	2,1	2,0	-4%	+2%
Frankreich	1,8	2,1	2,4	-15%	-23%
Hongkong	1,7	2,1	1,8	-22%	-9%
Italien	1,3	2,1	1,7	-37%	-21%
Japan	1,4	2,1	2,2	-32%	-34%
Kanada	1,9	2,1	1,6	-12%	+16%
Korea	1,2	2,1	2,2	-46%	-46%
Malaysia	1,6	2,1	1,8	-26%	-12%
Neuseeland	2,0	2,1	2,3	-6%	-12%
Niederlande	2,0	2,1	2,3	-5%	-12%
Norwegen	1,8	2,1	1,6	-16%	+12%
Österreich	1,4	2,1	1,5	-35%	-6%
Portugal	1,6	2,1	1,7	-27%	-5%
Schweden	2,1	2,1	2,0	-1%	+5%
Schweiz	2,7	2,1	2,4	+26%	+11%
Singapur	1,2	2,1	1,7	-43%	-27%
Spanien	1,6	2,1	1,8	-27%	-12%
UK	1,9	2,1	2,0	-12%	-7%
USA	3,2	2,1	2,5	+52%	+30%

„KBV Welt adj.“ entspricht der sektoradjustierten Bewertung, d.h. dem KBV eines theoretischen Weltaktienindex, der die identische Sektorenzusammensetzung wie das jeweilige Land aufweist

Quelle: StarCapital per 30.11.2017