



## Giftiges KGV

*Ist eine Aktie teuer oder billig? Wer sich mit Aktien beschäftigt, der stellt sich immer wieder diese Frage, um den richtigen Zeitpunkt für Kauf und Verkauf zu finden. Der aktuelle Anlagekommentar beschäftigt sich mit der Frage, wie hilfreich die KGV-Kennzahl in diesem Zusammenhang ist.*



Regelmässige Leser des ARVEST-Anlagekommentars dürften sich daran erinnern, dass ich bereits im Juni 2009 auf die KGV<sup>1</sup>-Kennzahl eingegangen bin. Ich möchte das Thema jedoch erneut aufgreifen und weiter vertiefen, da diese Kennzahl von vielen Investoren stark beachtet wird. Gleichzeitig aber wird sie so falsch interpretiert wie kaum eine andere. Wer sich für das Thema interessiert, ist übrigens herzlich eingeladen, mein Fachreferat am **2. Februar 2012<sup>2</sup>** an der **Schweizer Finanzmesse in Zürich** zu besuchen.

Das Hauptproblem mit dem KGV besteht darin, dass es auf den ersten Blick sehr verständlich wirkt. Das KGV basiert auf der richtigen Grundannahme, dass ein Zusammenhang zwischen dem Gewinn und dem Aktienkurs eines Unternehmens existieren sollte. Steigende Gewinne führen meist auch zu steigenden Aktienkursen, da der Aktionär in der Zukunft entweder direkt über eine höhere

Dividende oder indirekt z.B. über Aktienrückkäufe von dieser Entwicklung profitieren wird.

### Geschätzte Gewinne

Wenn die Gewinne eines Unternehmens im gleichen Verhältnis steigen oder fallen wie der Aktienkurs, bleibt das KGV gleich. Da jedoch an der Börse vor allem die Zukunft gehandelt wird, passt sich der Aktienkurs insbesondere an die zukünftig zu erwartenden Gewinne eines Unternehmens an, was zu steigenden oder fallenden KGVs führen kann. Das Problem mit Gewinnschätzungen, oder besser formuliert mit Prognosen überhaupt, ist jedoch, dass sie die Zukunft betreffen und daher ungewiss sind.

Sehr oft kommt es vor, dass Analysten Gewinne aus der Vergangenheit in die Zukunft extrapolieren und in einer wirtschaftlichen Expansionsphase dabei stets auch für die Zukunft ein jährliches Gewinnwachstum unterstellen. Diese Berechnung der KGVs auf Basis zukünftig geschätzter statt historisch realisierter Gewinne führt dazu, dass die KGVs tiefer ausfallen, was oftmals zum Kauf der Aktie animiert.

Am Beispiel der **UBS** lässt sich aufzeigen, wie zuverlässig Gewinnschätzungen von Analysten sein können. Ende 2006 gaben zahlreiche Analysten ihre Schätzungen für die UBS-Gewinne für das Jahr 2009 an. Im Durchschnitt erwartete man dabei einen Gewinn von knapp 10 CHF pro Aktie. Im Laufe des Jahres

<sup>1</sup> Kurs-/Gewinn-Verhältnis (engl. Price/Earning oder kurz P/E)

<sup>2</sup> 13:00- 13:40 Uhr, Seezimmer 5

2007 revidierten diese Analysten ihre Schätzungen dann herunter auf etwa 7 CHF. 2008 ging man dann aufgrund der Finanzkrise noch weiter runter auf nur noch etwa 2 CHF. Rückblickend waren selbst diese 2 CHF recht optimistisch geschätzt. Die UBS realisierte 2009 bekanntermassen einen Verlust in Milliardenhöhe und die Aktie selbst notierte im gleichen Jahr teilweise sogar unter den 10 CHF, die die Analysten ein paar Jahre zuvor mit Hilfe ihrer komplexen Modelle noch als Jahresgewinn prognostiziert hatten.

## Realisierte Gewinne

Die Verwendung realisierter Gewinne für die Berechnung der KGV-Kennzahl ist jedoch nicht weniger gefährlich. Dies vor allem, weil die Gewinne vieler Unternehmen im Laufe eines Wirtschaftszyklus stark schwanken können. Eine Kennzahl wie das KGV, bei der die Zahl sowohl im Nenner (Gewinn) als auch im Zähler (Aktienkurs) stark schwankt, ist kaum für eine Investitionsentscheidung geeignet. Im Gegenteil: Gerade das KGV ist bei unreflektierter Betrachtung sogar bestens geeignet, Vermögen nachhaltig zu vernichten, da es zu den falschesten Zeitpunkten Kauf- und Verkaufsentscheide nahelegen kann. Betrachten wir hierzu den unteren Chart:



Der Chart zeigt den SMI<sup>3</sup>-Verlauf (schwarze Linie) und die Kurs-/Gewinn-Entwicklung (blaue Linie) über die letzten zehn Jahre. Die besten Zeitpunkte für einen Börseneinstieg waren demnach im März 2003 und März 2009 (schwarze senkrechte Linien). Aber genau zu diesen Zeitpunkten weist das KGV exorbitant hohe Werte auf, nämlich 2003 Werte über 40 und 2009 sogar Werte zwischen 50 und 70. Investoren, die sich am KGV orientierten, verpassten somit mit ziemlicher Sicherheit nicht

nur den idealen Zeitpunkt zum Einstieg, sondern verkauften höchstwahrscheinlich sogar weitere Aktien, die sich noch im Depot befanden.

## Gewinnmargen

Doch weshalb verhalten sich die KGVs in der Realität genau entgegengesetzt zur verbreiteten Irrlehre, dass Aktien mit hohen KGVs teuer seien? Zur Beantwortung dieser Frage lohnt ein erneuter Blick in den Chart. Im unteren Bereich der Darstellung (grüne Linie) kann man die Gewinnmargen-Entwicklung der im SMI vertretenen Unternehmen sehen. Der Chartverlauf zeigt, dass die Gewinnmargen in den letzten zehn Jahren zwischen 6% und 18% schwanken. Typischerweise schrumpften vor allem in wirtschaftlichen Krisenphasen<sup>4</sup> die Gewinne stärker als die Umsätze, was zu sinkenden Gewinnmargen führte. Und jetzt wird auch deutlich, wie sich die hohen KGVs in 2003 und 2009 bilden konnten. Nämlich dadurch, dass die Gewinne der Unternehmen deutlich stärker schrumpften als die Aktienkurse selbst. Dies muss aber nicht in jeder Krisenphase so sein. Es kann durchaus auch vorkommen, dass die Aktienkurse stärker fallen als die Gewinne, was zu tieferen KGVs führen würde.

Die Ausführungen verdeutlichen, dass die isolierte Betrachtung der KGV-Kennzahl völlig unbrauchbar ist. Nur bei einer mehrdimensionalen Betrachtung eines Unternehmens und seines gesamtwirtschaftlichen Umfeldes könnte das KGV allenfalls von Bedeutung sein<sup>5</sup>.

Die Gefahren einer Falschinterpretation sind jedoch so hoch, dass Investoren diese Kennzahl in dieser einfachen Variante besser ganz ignorieren sollten. Ja, Sie haben richtig gelesen. Auch wenn Ihnen das KGV ans Herz gewachsen sein sollte: **Ignorieren Sie es in Zukunft.** Ihr Depot wird Ihnen dafür danken!

30.01.2012  
Beyzade Han, MBA  
Fondsmanager

<sup>3</sup> Swiss Market Index, wichtigster Aktienindex der Schweiz.

<sup>4</sup> Rote Fläche im Chart zeigt US-Rezession.

<sup>5</sup> Vor allem bei Unternehmen mit gewinnstabiler Entwicklung.