

<http://www.faz.net/-gv6-6xkpk>

HERAUSGEGEBEN VON WERNER D'INKA, BERTHOLD KOHLER, GÜNTHER NONNENMACHER, FRANK SCHIRRMACHER, HOLGER STELTZNER

Frankfurter Allgemeine Finanzen

Aktuell » Finanzen

Anlage-Strategie

Warum das KGV bei der Aktienauswahl Gift sein kann

10.02.2012 · Bei der Suche nach lukrativen Aktien setzen viele Anleger auf das Kurs-Gewinn-Verhältnis. Doch ein blindes Vertrauen in das KGV als Bewertungskennziffer führt in die Irre, mahnt Arvest-Fondsmanager Beyzade Han.

Artikel

Ist eine Aktie teuer oder billig? Diese Frage stellen sich die Börsianer jeden Tag auf ein Neues. Auf der Suche nach der richtigen Antwort bedienen sich die Anleger der verschiedensten Hilfsmittel. Diese reichen von fundamentalen Überlegungen über verhaltens-psychologischen Aspekten bis hin zu charttechnischen Betrachtungen.



Beyzade Han, Arvest-Fondsmanager

Zu den beliebtesten Beurteilungskriterien zählt das aus der Fundamentalanalyse stammende Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV). Dieses setzt die von einem Unternehmen erzielten Gewinne ins Verhältnis zum Aktienkurs und in der Regel gilt die Aussage, je geringer der ermittelte Wert ist, umso günstiger ist die zugrunde liegende Aktie.

Weitere Artikel

- Wie sich ein Ölpreisschock auf deutsche Aktien auswirken dürfte >
- Wie Anleger mit der Zeitenwende an den Märkten umgehen sollten >
- Anlagechancen im demografischen Wandel >
- Gewinne laufen zu lassen macht sich bezahlt an der Börse >
- Auch wenn es weh tut - Verlustbringer sollten verkauft werden >
- Wie sich die Sparpolitik auf Wirtschaft, Aktien und Anleihen auswirkt >
- Wie sich Inflationsgefahren und Aktienkurse vertragen >
- Steigende Inflationsraten sind kein guter Nährboden für Aktien >

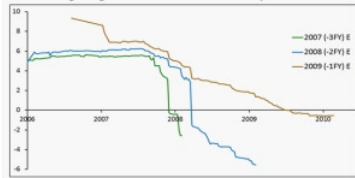
Doch auch das KGV, im Englischen Price-Earnings-Ratio genannt, ist wie Kritiker bemängeln kein Allheilmittel. Zu diesen Kritikern zählt Fondsmanager Beyzade Han von der Schweizer Finanzgruppe Arvest. Für Han, der seinen MBA-Abschluss an der ETH Zürich gemacht hat und den Master-Abschluss an der Ruhr-Universität Bochum in Wirtschaftswissenschaften, Philosophie und Kommunikation, wird das KGV so häufig falsch interpretiert wie kaum eine andere Kennziffer.

Wie er in einem aktuellen Anlagekommentar ausführt, besteht das Hauptproblem mit dem KGV darin, dass es auf den ersten Blick sehr verständlich wirkt. Das KGV basiere zwar auf der richtigen Grundannahme, wonach ein Zusammenhang zwischen dem Gewinn und dem Aktienkurs eines Unternehmens existieren sollte. Und steigende Gewinne führen meist auch zu steigenden Aktienkursen, da der Aktionär in der Zukunft entweder direkt über eine höhere Dividende oder indirekt, etwa über Aktienrückkäufe von dieser Entwicklung profitieren werde.

Geschätzte Gewinne eine unsichere Variable

Wenn die Gewinne eines Unternehmens im gleichen Verhältnis steigen oder fallen wie der Aktienkurs, bleibe das KGV gleich, so die einfache Rechnung. Da jedoch an der Börse vor allem die Zukunft gehandelt werde, passe sich der Aktienkurs insbesondere an die zukünftig zu erwartenden Gewinne eines Unternehmens an, was zu steigenden oder fallenden KGVs führen könne. Das Problem mit Gewinnschätzungen, oder laut Han mit Prognosen überhaupt, ist jedoch, dass sie die Zukunft betreffen und daher ungewiss sind. Sehr oft komme 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 unterstellten. Diese Berechnung der KGVs auf Basis zukünftig geschätzter statt historisch realisierter Gewinne führe dazu, dass die KGVs tiefer ausfallen, was oftmals zum Kauf der Aktie animiert.

Entwicklung der geschätzten Gewinne am Beispiel der UBS



© ARVEST

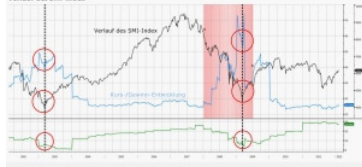
Entwicklung der geschätzten Gewinne am Beispiel der UBS

Zur Untermauerung seiner These führt Han das Beispiel der Schweizer Bank UBS an. Ende 2006 hätten zahlreiche Analysten ihre Schätzungen für die UBS-Gewinne für das Jahr 2009 abgegeben. Im Durchschnitt sei dabei ein Gewinn von knapp 10 Schweizer Franken pro Aktie prognostiziert worden. Im Laufe des Jahres 2007 hätten diese Analysten ihre Schätzungen dann aber auf etwa 7 Franken nach unten revidiert und 2008 waren es dann sogar nur noch etwa 2 Franken. Rückblickend waren dann selbst diese 2 Franken recht optimistisch geschätzt. Denn die UBS realisierte 2009 bekanntlich einen Verlust in Milliardenhöhe und die Aktie selbst notierte im gleichen Jahr teilweise sogar unter den 10 Franken, die die Analysten ein paar Jahre zuvor mit Hilfe ihrer komplexen Modelle noch als Jahresgewinn prognostiziert hatten.

KGV auf Basis realisierter Gewinne hat ebenfalls Tücken

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

Verlauf des SMI-Index



© ARVEST

Verlauf des SMI-Index (schwarze Linie) und Kurs-/Gewinn-Entwicklung (blaue Linie) über die vergangenen zehn Jahre

Was Han damit meint, belegt auch der angehängte Chart, der den Schweizer Aktienindex SMI (schwarze Linie) und die Kurs-/Gewinn-Entwicklung (blaue Linie) über die vergangenen zehn Jahre zeigt. Die besten Zeitpunkte für einen Börseneinstieg waren demnach im März 2003 und März 2009 (schwarze senkrechte Linien). Aber genau zu diesen Zeitpunkten wies 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.

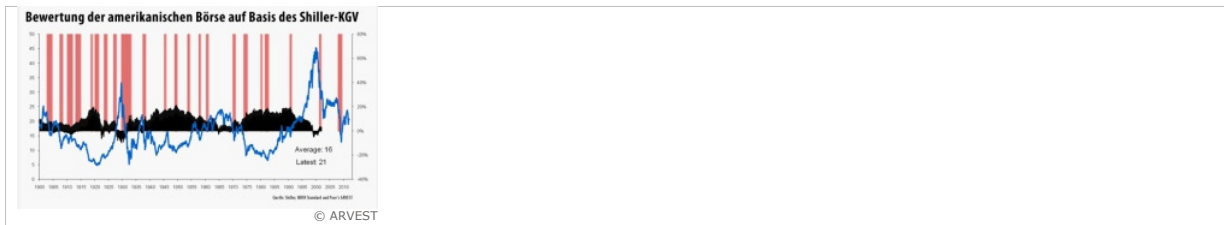
Isolierte KGV-Betrachtung völlig unbrauchbar

Angesichts dieser nicht seltenen Beobachtung stellt sich die Frage, weshalb sich die KGVs in der Realität oft genau entgegengesetzt zur verbreiteten Irrlehre verhalten, wonach Aktien mit hohen KGVs teuer seien? Zur Beantwortung dieser Frage lohnt sich laut Han ein erneuter Blick in den Chart. Im unteren Bereich der Darstellung (grüne Linie) ist die Gewinnmargen-Entwicklung der im SMI vertretenen Unternehmen zu sehen. Der Chartverlauf zeigt, dass die Gewinnmargen in den vergangenen zehn Jahren zwischen 6 Prozent und 18 Prozent schwankten.

Typischerweise schrumpften vor allem in wirtschaftlichen Krisenphasen (die Rote Fläche im Chart zeigt eine Rezessionsphase in Amerika) die Gewinne stärker als die Umsätze, was zu sinkenden Gewinnmargen geführt habe. Und dadurch werde auch deutlich, wie sich die hohen KGVs in 2003 und 2009 gebildet haben. Nämlich dadurch, dass die Gewinne der Unternehmen deutlich stärker geschrumpft seien als die Aktienkurse selbst. Allerdings müsse das nicht in jeder Krisenphase so sein. Es könne durchaus auch vorkommen, dass die Aktienkurse stärker fallen als die Gewinne, was zu tieferen KGVs führen würde.

Basierend auf diesen Ausführungen schlussfolgert Han, 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. Insbesondere gelte das bei Unternehmen mit gewinnstabiler Entwicklung. Die Gefahren einer Falschinterpretation seien jedoch so hoch, dass Investoren diese Kennzahl in dieser einfachen Variante aber besser ganz ignorieren sollten.

Bewertung der amerikanischen Börse auf Basis des Shiller-KGV



Besser fahre man stattdessen mit der Verwendung von etwas modifizierten Bewertungskennziffern, bei deren Berechnung die im Zähler oder im Nenner verwendeten Variablen etwas stabiler sind als beim herkömmlichen KGV. Der Fall sei das beispielsweise beim so genannten Shiller-KGV. Hier werde der Aktienkurs durch den durchschnittlichen Gewinn nach Steuern pro Aktie der vergangenen 10 Jahre geteilt, wodurch eine höhere Stabilität im Nenner erreicht werde. Während Han dem Shiller-KGV Beachtung schenkt, gibt er zum traditionellen KGV folgenden rigorosen Rat: „Auch wenn Ihnen das KGV ans Herz gewachsen sein sollte: Ignorieren Sie es in Zukunft. Ihr Depot wird Ihnen dafür danken!“

Quelle: @JüB

Hier können Sie die Rechte an diesem Artikel erwerben >

Frankfurter Allgemeine
ZEITUNG FÜR DEUTSCHLAND

© Frankfurter Allgemeine Zeitung GmbH 2012
Alle Rechte vorbehalten.