

Monatsbericht Juni 2009

Strategiebericht des Fondsmanagers

Bewertungsmaassstab KGV und seine Fallen



Beim Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) wird der Kurs einer Aktie in Relation zum Unternehmensgewinn gesetzt. Die Höhe des KGVs wird dabei zur Beurteilung des Aktienkurses herangezogen. Bei einem tiefen KGV wird eine Aktie als günstig eingestuft und bei einem hohen KGV als teuer. Allzu schnell tendieren Investoren aufgrund der vordergründigen Einfachheit und Verständlichkeit der KGV-Berechnung manchmal dazu, auf Basis des KGVs einen Anlageentscheid zu fällen. Dabei wird jedoch schnell übersehen, dass trotz der simplen KGV-Berechnung deren Interpretation um einiges komplexer ist und allzu oft zu falschen Anlageentscheiden führen kann.

Welche Gewinne als Berechnungsbasis?

Je höher der Gewinn umso niedriger fällt das KGV aus. Während beim Aktienkurs keine grosse Wahlmöglichkeit besteht, ist die Situation beim Gewinn nicht ganz so eindeutig. Nimmt man als Basis den Gewinn vom Vorjahr, den Gewinn der letzten zwölf Monate, den letzten Quartalsgewinn (annualisiert) oder den für die Zukunft geschätzten Gewinn? Je nach Entscheid kann das KGV höchst unterschiedlich ausfallen. Wer in 2008 als Basis für die KGV-Berechnung den Gewinn vom jeweils vorherigen Jahr heranzog, traf dabei die schlechteste Wahl. Viele Aktien erschienen nämlich nach dieser Berechnungsmethode äusserst günstig, da in die KGV-Berechnung die tiefen Aktienkurse von 2008, aber auch die hohen Gewinne von 2007 einflossen. Zu diesem Zeitpunkt war jedoch schon klar, dass die Gewinne von 2007 in der nächsten Zukunft kaum wieder erwirtschaftet werden können.

Das KGV steigt nicht nur, wenn der Aktienkurs steigt, sondern auch dann, wenn bei konstantem Aktienkurs der Gewinn schrumpft. Somit erschienen bei dieser Berechnungsmethode in 2009 zahlreiche Aktien wieder als teuer, was zu einem Verkaufssignal geführt haben dürfte. Um Fehlinterpretationen zu vermeiden sollte einem Investor daher immer klar sein, welcher Gewinn als Basis einer KGV-Berechnung verwendet wird und ob die erneute Erzielung eines Gewinns in dieser Höhe in nächster Zukunft überhaupt realistisch ist. Diesbezüglich möchte ich die Skepsis des ARVEST-Anlagekomitees insbesondere gegenüber Finanztiteln wiederholen (siehe auch meinen Monatsbericht Mai). Selbst bei gleich günstigen Bedingungen wie in der Vergangenheit dürften Finanzunternehmen alleine schon aufgrund der in der Zukunft höheren Eigenkapitalanforderungen den Leverage-Effekt auf ihre Gewinne zurückfahren müssen. Gerade an diesem Beispiel zeigt sich, dass

alleine schon aufgrund einer Änderung der gesetzlichen Rahmenbedingungen vergangene Gewinne nicht mehr einfach so in die Zukunft projiziert werden können.

Da der Nettogewinn eines Unternehmens das Ergebnis nach Abzug von Abschreibungen und Rückstellungen darstellt, besteht hier seitens eines Unternehmens ein gewisser Spielraum zur Bestimmung des endgültigen Gewinns. Diese Möglichkeiten werden je nach Unternehmen unterschiedlich genutzt, was den Vergleich der KGVs von Unternehmen selbst aus dem gleichen Sektor erschwert. Als Alternative zum Gewinn bietet sich hier die Verwendung des operativen Cashflows an, da hier u.a. die vom Unternehmen gewählte Abschreibungsmethode nicht ins Ergebnis einfließt.

Womit vergleichen?

Eine Kennziffer wie das KGV ist im relativen Vergleich aussagekräftiger. Als Vergleichsmaassstäbe kann dabei das KGV anderer Unternehmen, das durchschnittliche KGV einer Peergroup, das historische Durchschnitts-KGV der letzten Dekade oder aber der Zinssatz zuzüglich einer festgelegten unternehmensspezifischen Risikoprämie dienen. Ohne eine vergleichende Beurteilung des KGVs bleibt die Aussagekraft stark begrenzt. Das ARVEST-Anlagekomitee ist überzeugt, dass das KGV unbedingt in den historischen Kontext gestellt werden muss. Dabei darf das aktuelle KGV nicht einfach mit vorherigen Jahren verglichen werden. Wichtig ist vielmehr, KGVs aus vergleichbaren Phasen miteinander zu vergleichen. Wenn - wie häufig beobachtet werden kann - das aktuelle KGV aus einer Rezessionsphase mit dem KGV aus einer wirtschaftlichen Wachstumsphase verglichen wird, so entsteht vorschnell der Eindruck, Aktien seien *billig*. Wird jedoch das KGV aus der aktuellen Rezessionsphase mit dem KGV früherer Rezessionsphasen verglichen, kann genau der gegenteilige Eindruck entstehen.

Fazit

Mit diesem kleinen Exkurs in die Analyse bestätigt sich das Sprichwort, das mir vor kurzem eine polnische Freundin bei einem Grillabend erzählte: Je tiefer im Walde, umso dichter das Holz. Eine der am meisten verbreiteten Kennziffern wie das KGV, das nicht wenige Anleger als Kriterium für eine Investition heranziehen, entpuppt sich bei genauerer Betrachtung als hochkomplex, da deren Aussagekraft wesentlich vom Kontext abhängt, innerhalb dessen die Kennziffer interpretiert werden muss. Eine fundierte Analyse im Rahmen eines Investitionsprozesses ist in der Regel sehr zeitaufwändig. Die vergangene Performance der ARVEST-Aktienfonds zeigt aber, dass sich dieser Aufwand langfristig lohnt.

27.05.2009

ARVEST Funds AG,
Beyzade Han, Fondsmanager