

Die Risikoadjustierte Aktienbewertung

Die risikoadjustierte Aktienbewertung (RAV) von Kaufmann Research ist eine Aktienbewertungsmethode, die erstens aufzeigt, ob einzelne Aktienmärkte insgesamt kaufenswert sind, insbesondere im Vergleich zu Alternativenanlagen am Obligationen- oder Geldmarkt. Zweitens gibt die Analyse eine Übersicht über die relative Bewertung einzelner Branchen und Gesellschaften im Verhältnis zum Gesamtmarkt. Daraus werden Kauf- und Verkaufsempfehlungen abgeleitet. Ferner werden die den Analysen zugrunde liegenden Annahmen bezüglich Zinsen, Gesellschaftsdaten und Risiken transparent offen gelegt. Die realwirtschaftlichen Erwartungen, die Inflations- und Währungsprognosen finden dabei ihren Niederschlag komprimiert in den Gewinnschätzungen der einzelnen Unternehmen.

Selbst wenn ein Aktienmarkt als teuer bewertet erscheint, können zwischen den einzelnen Branchen oder Gesellschaften grosse Bewertungsunterschiede auftreten, die trotz fehlendem Kurspotential des Gesamtmarktes, für den Kauf einzelner Branchen oder Titel sprechen. Marktbewertungen repräsentieren Durchschnittswerte, die sich aus unter- und überbewerteten Aktien errechnen. Dennoch zeigen jüngere Untersuchungen, dass über 60% aller Analystenempfehlungen auf "kaufen" lauten, rund ein Drittel auf "halten" und nur 1 bis 2% der Aktien werden als überbewertet eingestuft. Offensichtlich schrecken Analysten vor Verkaufsempfehlungen zurück, weil sie negativen Konsequenzen für sich oder ihren Arbeitgeber befürchten. Interessenskonflikte treten auf, weil analysierte Gesellschaften oft gleichzeitig Kunden einer Bank sind, sei es im Kredit- oder Emissionsgeschäft, sei es im Kapitalanlagesektor. Häufig bestehen zudem personelle Verflechtungen oder es handelt sich um Konkurrenten oder Gesellschaften, deren Überleben Kreditwürdigkeit voraussetzt. Verkaufsempfehlungen in der Vorbereitungs- oder Abwicklungsphase einer Kapitaltransaktion könnten sich beispielsweise als kostspieliger Nachteil für die betroffene Gesellschaft erweisen.

Die Komplexität einer fundierten Analyse wird oft unterschätzt

Tägliche Kursschwankungen am Aktienmarkt, Revisionen von Gewinnschätzungen, aber auch die gelegentliche Neueinschätzung des Risikoprofils einzelner Gesellschaften erschweren die Überwachung der relativen Bewertung von Aktien. Eine professionelle Auswertung und Zusammenfassung aller Empfehlungen müsste aber sämtliche dieser Faktoren berücksichtigen. Dazu kommt, dass viele Analysten ihre Gewinnschätzungen nur für das laufende und das Folgejahr bekannt geben. Damit wird in den gängigen Bewertungskennzahlen (Kurs/Gewinn-Verhältnis etc.) dem längerfristigen und nachhaltigen Wachstum häufig zu wenig Rechnung getragen, was speziell bei Turnaround-Situationen oder Gesellschaften mit forschungsintensiven, neuen Produkten mit aufwendigen Vorleistungen zu Fehleinschätzungen führen kann. Es gibt zwar modernere Methoden wie die Diskontierung des künftigen Free Cash Flows (DFC), oder die Ermittlung des Economic Value Added (EVA), welche den längerfristigen Aspekt berücksichtigen, doch reagieren diese Methoden sehr sensibel auf die Zinsannahmen und sie sind in der Regel nur auf einen begrenzten Kreis von Gesellschaften anwendbar. Insbesondere lassen sich Industriewerte, Banken, Versicherungen und auch Beteiligungsgesellschaften in den seltensten Fällen mit den gleichen Bewertungsmodellen beurteilen. Es ist bis heute auch kaum der Nachweis erbracht worden, dass diese neuen Methoden bessere Anlageergebnisse bringen, was letztlich das entscheidende Kriterium für die Wahl der Bewertungsmethodik sein muss.

Auch die Auswahl der massgeblichen Kennzahlen ist keineswegs eindeutig, zumal Analysten oft die Bewertungsmaassstäbe wechseln. Wie aus jüngeren Studien amerikanischer Brokerhäuser hervorgeht, haben Vergleiche der verwendeten Auswahlkriterien und Analyse-Methoden mit der tatsächlichen Performance über mehrere Jahre für einzelne Länder und Perioden unterschiedliche Ergebnisse zutage gebracht. Auf weltweiter Basis betrachtet zeigte sich aber, dass nicht eine hohe Eigenmittelrendite - eine viel zitierte Zielgrösse - eine überdurchschnittliche Performance garantierte. Überdurchschnittliche Anlageerfolge brachte hingegen die Beachtung von Gewinnschätzungsrevisionen, der Rendite des investierten Kapitals (ROA), des Kurs/Cash Flow-Verhältnisses, der relativen Stärke einer Aktie im Kursverlauf gegenüber dem Gesamtmarkt sowie der internationalen Diversifikation (internationale Standardwerte). Ein tiefes Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV), eine hohe Aktienrendite, ein tiefes Kurs/Buchwert-Verhältnis, eine solide Bilanz, ein gutes mittelfristiges Gewinnwachstum und ein hohes Gewinn-Momentum spielen zwar auch eine positive Rolle, aber nicht in jenem Ausmass, wie viele Anleger immer wieder vermuten. In den meisten Fällen schlechte Anlage-Resultate brachten hingegen Gesellschaften mit einer hohen Verschuldung und Zinsbelastung, starken Kursschwankungen an der Börse, so genannte vernachlässigte Aktien, die nur von wenigen Analysten verfolgt und analysiert werden, und sehr häufig auch die Aktien mit geringer Kapitalisierung.

Für die Auswahl von Schweizer Aktien spielten in der Vergangenheit ein hoher ROA, ein hoher Substanzwert, ein tiefes KGV, Gewinnrevisionen und eine solide Bilanz eine entscheidende Rolle für die Performance. Wie auf internationaler Ebene schnitten auch in der Schweiz Titel von Gesellschaften mit einem tiefen KGV (Banken, Versicherungen), Small Caps (Detailhandel, Maschinen, Kraftwerke, Papier, Stahl), Titel mit einer hohen Eigenmittelrendite und von Analysten vernachlässigte Werte unterdurchschnittlich ab. Wie im Ausland brillierten hingegen auch in der Schweiz Nebenwerte mit grossem Know-how bzw. einer hoher Wertschöpfung (Medizinal-, Elektrotechnik, Vermögensverwalter).

Problematische Diskontierungsmodelle

Auch moderne Ansätze der Unternehmensbewertung, wie die Diskontierung des künftigen freien Cash Flow etc., vermögen das Grundproblem einer jeden Aktienanalyse nicht zu lösen. Unabhängig von der verwendeten Analyse-Methode muss der Investor vorerst das künftige Umfeld für eine einzelne Gesellschaft richtig einschätzen, wozu nebst der weltweiten realwirtschaftlichen und politischen Entwicklung eine Inflations-, Zins- und Währungsprognose gehören. Danach gilt es die künftigen Gewinne, die Dividenden und die kritischen Faktoren für den Unternehmenserfolg zu ermitteln. Der geschätzte Unternehmenswert muss schliesslich um die Risiken relativiert werden, wobei die Kursvolatilität einer Aktie in den letzten 3-5 Jahren kaum als Massstab für die künftigen Unternehmensrisiken dienen kann. Die RAV-Methode verwendet fünf Risikokategorien (Liquidität bzw. Marktgängigkeit, finanzieller und operationeller Leverage, das Management und übrige Faktoren wie Spin-offs, Patentauslauf, Prozesse etc.), wobei diese nicht die Vergangenheit reflektieren, sondern zukunftsgerichtet beurteilt werden.

Die meisten Analysemethoden berücksichtigen nur Teilaspekte der Aktienbewertung. In der Praxis eignen sich analytisch oft auch noch so attraktive Gesellschaften beispielsweise wegen der geringen Marktgängigkeit ihrer Titel kaum für eine Anlage. Oder die Aktien einer Gesellschaft verdienen am Markt einen Bewertungsabschlag, weil das Management eine ungenügende Informationspolitik betreibt. Häufig werden alternative Anlagen nicht berücksichtigt, weil sich der analytische Aufwand kostenmässig nicht verantworten lässt. Die Aktienbewertung hängt aber nicht nur von den künftigen

Gewinnen der begutachteten Gesellschaft ab, sondern auch von der Gewinnentwicklung der Alternativgesellschaften, dem künftigen Zinsumfeld und der Risikoeinschätzung für die Alternativenanlagen. Alles in allem ist die Aktienanalyse somit ein sehr komplexes Unterfangen, das mit sehr vielen subjektiven Einschätzungen behaftet ist. Die Analysen der gleichen Aktien durch verschiedene Analysten können sehr unterschiedliche Ergebnisse liefern, je nach den Annahmen für die Rahmenbedingungen. Deshalb ist die simple Zusammenfassung von Empfehlungen mehrerer Wertschriftenhäuser sehr problematisch. Auch Konsensschätzungen kranken oft an diesem Problem, wenn der Analyst A für seine Gewinnschätzungen von einem Dollarkurs von z.B. CHF 1.25, sein Berufskollege aber von CHF 1.50 ausgeht. Wenn man als Anleger diese Annahmen nicht kennt, läuft man Gefahr lediglich aufgrund verschiedener Annahmen falsche Schlussfolgerungen zu ziehen.

Risikoadjustierte Aktienbewertung - Ein praxisnaher Ansatz

Mit all den geschilderten Problemen ist auch unser Unternehmen bei ihrer Anlagetätigkeit im Aktienbereich konfrontiert. Deshalb hat Kaufmann Research eine eigene Aktien- und Marktbewertungsmethode entwickelt, die wir als risikoadjustierte Aktienbewertung respektive RAV (=Risk Adjusted Valuation) bezeichnen und die sich speziell auch zur Überwachung von bestehenden Aktienanlagen eignet. Die RAV-Methode erlaubt nicht nur, die laufenden Bewertungsveränderungen zu überwachen, sondern auch die Kursziele für den Gesamtmarkt sowie für die Branchen und Einzeltitel abzuleiten und das Universum der verfolgten Titel in Über- und Unterperformer aufzuteilen.

Die Bewertungsmethode basiert auf der Annahme, dass der Investor eine Aktie kauft und nach 5 Jahren wieder verkauft. Logischerweise erhält er in diesen 5 Jahren 5 Jahresdividenden und im Jahre 5 den Verkaufserlös. Mit dem mittelfristigen Anlagehorizont versuchen wir ein kurzfristiges, auf Quartals- oder Halbjahresergebnisse ausgerichtetes Anlageverhalten zu vermeiden. Als Anlagehorizont erscheinen fünf Jahre auch deshalb zweckmässig, weil Alternativen im Obligationenbereich in der Schweiz meistens ebenfalls über eine mittlere Laufzeit oder eine Duration von rund fünf Jahren verfügen. Im Weiteren setzen wir voraus, dass Aktien nur dann kaufenswert sind, wenn sie einen höheren Ertrag abwerfen als Staatsanleihen. Deshalb verwenden wir bei der Diskontierung die Zinsprognosen für Staatsanleihen. Kaufenswert sind Aktien nur dann, wenn sie zu einem Kurs gehandelt werden, der unter dem errechneten "fairen Wert" liegt. Die auserkorene Aktie sollte zudem ein 10% höheres Kurspotential aufweisen als der Marktdurchschnitt. Liegt das Kurspotential um 10% unter dem Marktmittel, wird eine Aktie als "Underperformer" eingestuft.

Die eigentliche RAV-Analyse des Aktienmarktes und der Titelauswahl erfolgt in fünf Schritten:

1. Wir bestimmen das Universum der massgeblichen Titel. Im Falle der Blue Chips (Schweizer Aktien) sind dies derzeit etwa 42 Titel mit der grössten Börsenkapitalisierung, wobei wir alle SMI-Titel aber auch mindestens je einen Vertreter der 12 SPI-Branchen berücksichtigen. Die Bewertung des Segmentes Nebenwerte basiert auf einer Auswahl von rund 80 Titeln. Während die grosskapitalisierten 42 Titel einen Marktwert von derzeit über SFr. 800 Mrd. aufweisen, errechnet sich für die Nebenwerte ein Total von SFr. 90 Mrd.
2. In einem zweiten Schritt gilt es, die künftigen Gewinne eines Unternehmens und darauf basierende die künftigen Dividende zu schätzen.

3. Die geschätzten Dividenden werden auf den heutigen Zeitpunkt abgezinst. Die Zinsprognosen für die Diskontierung sind wohl die wichtigsten Annahmen für die Aktien-Analyse. Bei einer Veränderung der Zinsannahmen muss berücksichtigt werden, dass sich diese nicht nur auf den Diskontierungssatz bzw. die festverzinslichen Alternativenanlagen auswirkt, sondern auch auf die Unternehmensgewinne, je nach der Verschuldung einer Gesellschaft. Steigende Zinsen können aber auch die Investitionsneigung oder Konsumfreudigkeit der Kunden und gelegentlich auch die Währungsverhältnisse beeinträchtigen.
4. Schliesslich schätzen wir den Verkaufskurs der Aktie nach fünf Jahren. Der Wiederververkaufskurs zu jenem Zeitpunkt wird sich einerseits nach dem Zinsniveau, andererseits nach dem erreichten Reingewinn der Gesellschaft richten. Der Aktionär wird aber die Aktie kaum auf der Renditebasis einer Bundesobligation verkaufen können, denn der Käufer wird für das Risikokapital einen Renditezuschlag, auch Risikoprämie genannt, fordern. Als Bestimmungsgrössen für die Risikoprämie verwenden wir fünf Komponenten: die Marktgängigkeit (Free Float) bzw. die Besitzverhältnisse, der finanzielle Leverage (Zinsabhängigkeit und Verschuldung), die Qualifikation des Managements, die Konjunktur- oder Währungsanfälligkeit aber auch die Kapitalintensität (operativer Leverage) sowie spezielle Aspekte, wie auslaufende Patente, Rechtsfälle etc. Wie hoch die Risikoprämie im Einzelfall angesetzt wird, hängt weitgehend von einer subjektiven Einschätzung ab. Verlangt der Käufer einer Aktie beispielsweise eine Gewinnrendite von 8% (Rendite der Staatsanleihe von 4,5% + Risikoprämie von 3,5%), dann ist dies gleichbedeutend mit einem Aktienkauf auf einer KGV-Basis von 12,5. Der geschätzte Gewinn des Jahres 5 wird somit mit dem KGV von 12,5 multipliziert. Daraus errechnet sich der Zielpreis bzw. der Wiederververkaufskurs. Dieser Wiederververkaufskurs im fünften Jahr muss nun ebenfalls auf den heutigen Tag zurückdiskontiert werden.
5. Werden die abgezinsten Dividenden und der Wiederverkaufswert addiert, ergibt sich der heutige Wert, den wir als "Fair Value" bezeichnen. Ein Vergleich mit dem aktuellen Börsenkurs zeigt, ob die Aktie unter- oder überbewertet ist. Wir wenden unsere Methodik systematisch auf alle Gesellschaften an und errechnen daraus das Kurspotential des Gesamtmarktes unterteilt nach Branchen. Dabei werden die einzelnen Gesellschaften gemäss ihrer Börsenkapitalisierung gewichtet. Einzelne Branchen werden als kaufenswert eingestuft, wenn ihr Kurspotential den Marktdurchschnitt um 5% übersteigt. Das Kurspotential des Gesamtmarktes ist deshalb von Bedeutung, weil es die Grundlage für die Ermittlung einer relativen Unter- oder Überbewertung bildet. Indexgewichtige Titel (Novartis, Roche, Nestlé, UBS, Credit Suisse Group) werden aufgrund dieser Auswahl selten in der Gruppe der Überperformer klassiert sein. Sie befinden sich meistens im neutralen Bereich, da sie den Indexdurchschnitt weitgehend bestimmen. Damit ein solcher indexgewichtiger Standardwert dennoch in unseren Portefeuilles aufgenommen wird, muss er mindestens ein positives absolutes und relatives Kurspotential aufweisen. Die gleiche Abstufung lässt sich auch bezüglich der Branchengewichtung vornehmen. Da auch bei gewissenhaftester Analyse Fehleinschätzungen nicht auszuschliessen sind, verfallen wir bei der Umsetzung dieser erarbeiteten Anlagepolitik aber nie ins Extreme. Statt Totalverkäufe von indexgewichtigen Gesellschaften zu tätigen, empfehlen wir eine Untergewichtung bzw. eine massvolle Übergewichtung bei kaufenswerten Titeln.

Die RAV-Methode erlaubt im Unterschied zu vielen anderen Methoden einen Vergleich von Finanz- mit Industriewerten. Die Schlussfolgerungen sind in ihrer Gesamtheit konsistent. Die Methode erlaubt, die Veränderungen von Rahmenbedingungen wie des

Zinsniveaus, auf einzelne Titel und den Gesamtmarkt rasch abzuschätzen. So lässt sich beispielsweise berechnen, dass aufgrund eines Zinsanstiegs um 1%, Aktien theoretisch rund 10% an Wert verlieren müssten. Rund 7% entfallen auf den geringeren Barwert infolge des höheren Abzinsungssatzes, weitere 3% sind den zinsbedingt geringeren Gesellschaftsgewinnen zuzuschreiben. Für einen Einzeltitel mag sich diese Zinsveränderung ausgeprägter auswirken, weshalb diese Aktie an relativer Attraktivität einbüßen wird. Wird die Gewinnschätzung für eine indexgewichtige Gesellschaft revidiert, kann dies Auswirkungen auf das Gesamtpotential des Marktes und damit wiederum auf das relative Kurspotential anderer Aktien haben.

Kritikpunkte bestehen - bessere Lösungen nicht

Wie jedes Modell bietet auch diese Methode Ansatzpunkte für Kritik, aber die bisherigen Erfahrungen zeigen, dass damit vielen eingangs gestellten Anforderungen Rechnung getragen wird und, was noch wichtiger ist, dass sich damit gute Anlageerfolge erzielen lassen. Die subjektive Auswahl, Einschätzung und Gewichtung der Risikoprämie, aber auch die Festlegung des Anlagehorizonts und die Zinsannahmen sind zweifellos die Schwachpunkte des Ansatzes. Eine regelmässige Überprüfung der Rangierung der wichtigsten 42 Schweizer Aktien, die eine Börsenkapitalisierung von über 90% der gesamten Marktkapitalisierung repräsentieren, mit der tatsächlichen Kursentwicklung zeigt, dass eine überdurchschnittliche Performance eine richtige Zuordnung von rund 55% der Titel in die Kategorien „kaufen“ oder „verkaufen“ erfordert. Die Erfahrung der letzten zehn Jahre zeigt auch, dass die ermittelten "Fehlbewertungen" innert 9-12 Monaten korrigiert werden, wohl deshalb weil innerhalb dieser Frist zumindest ein Halbjahres- und ein Jahresergebnis publiziert werden, was viele Investoren zu einer Neueinschätzung der entsprechenden Gesellschaft veranlasst.

Die risikoadjustierte Aktienbewertung von Kaufmann Research hat sich in der Praxis als äusserst erfolgreich erwiesen - die beiden grossen Schweizer Aktien Portfolios, die von Hans Kaufmann gemäss der RAV Methode veranlagt worden sind, haben die Performance des Marktes seit mehr als einem Jahrzehnt klar übertroffen.