

# Wenig Gewinn, teure Börsen

Die Kurse legen zu, obwohl die Firmen die Erwartungen nicht erfüllen können.

- ▶ Die Bewertung steigt, das macht Aktien anfällig.
- ▶ Vor allem der italienische Markt ist teuer.

**Ulf Sommer**  
Düsseldorf

Seit drei Jahren sinken die Gewinne der Unternehmen oder stagnieren, doch Anleger wollen davon offenbar nichts wissen. Denn während die Aktienkurse der großen Konzerne in Europa in den vergangenen drei Jahren um 22 Prozent gestiegen sind, sanken die Nettogewinne im selben Zeitraum um genau 22 Prozent.

Die Folge: Gemessen am Nettoergebnis, eine der wichtigsten Kennzahlen an den Finanzmärkten, sind die Unternehmen teuer, oftmals sogar höher bewertet als während der Technologieblase zur Jahrtausendwende. In Frankreich kosten

die Unternehmen mehr als 26-mal so viel, wie sie 2013 verdient hatten, in Belgien 47-mal so viel und in Italien sogar 150-mal so viel. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) liegen zwischen 26 und 150. Deutsche Unternehmen sind mit dem 18-fachen Wert vergleichsweise preiswert. Doch „billig“ sind auch sie nicht. Denn historisch üblich ist europaweit ein Faktor von rund 15.

Rechtfertigen lassen sich die aktuell hohen Bewertungen mit überzogenen Erwartungen an das laufende Geschäftsjahr. So rechnen Analysten im Durchschnitt damit, dass die Gewinne der Unternehmen in Österreich, Finnland und den Niederlanden 2014 um mehr als 50 Prozent steigen werden und sie sich in Belgien und Italien sogar mehr als verdoppeln. Der deutsche Markt erscheint günstig, wenn die Gewinne um mehr als 20 Prozent zulegen werden.

Das Problem: Die Bilanzen zum ersten Quartal und die Jahresprognosen der Unternehmen rechtfertigen solch einen Optimismus nicht.

Deshalb raten einige Analysten wie Christian Schmidt von der Helaba angesichts der boomenden Börsen zur Vorsicht. „Oberhalb von 10 000 Punkten ist für den Dax die Luft nach oben sehr dünn.“ Nach Ansicht des Dachverbands der Volksbanken, der DZ Bank, „macht zunehmend Sorge, dass die Unternehmensgewinne schon seit geraumer Zeit nicht mehr Schritt halten konnten mit dem Kursanstieg“. Dies führe zu anspruchsvollen Bewertungsrelationen. So gelang es den Unternehmen im Dax nun schon drei Jahre hintereinander nicht, die Gewinne zu steigern - doch der Dax stieg in diesem Zeitraum um 40 Prozent.

Dennoch setzen viele Analysten, Vermögensverwalter und Fondsmanager auf deutsche und europäische Aktien. Thomas Grüner, Geschäftsführer von Grüner Fisher Investments, sieht trotz des gestiegenen Bewertungsniveaus „hervorragende Börsenperspektiven“.

Denn angesichts der extrem niedri-

gen Zinsen und den deshalb fehlenden Anlagealternativen hätten Bewertungskennziffern wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis nur einen sehr begrenzten Ausgabewert. Die Situation aus dem Jahr 2000, als Aktien mit einem KGV von 30 ebenfalls hoch bewertet waren, sei mit heute nicht vergleichbar. Damals rentierten Bundesanleihen mit 6,5 Prozent, heute aber nur mit 1,4 Prozent. Grüner rechnet noch für einen langen Zeitraum mit niedrigen Zinsen und erwartet an den Börsen „noch mindestens zwei gute Jahre“.

Axa-Fondsmanager Mark Hargraves spricht gar von einem „attraktiven Bewertungsniveau“ in Europa - trotz gestiegener Kurse. Seine Argumentation: Gemessen an den USA sind die Gewinne und Margen in Europa auf einem niedrigen Niveau, deshalb seien hierzulande die Perspektiven besser.

Ist das purer Zweckoptimismus, oder steckt mehr dahinter? Richtig ist, dass die Börse nicht auf die Gegenwart, sondern auf die Zukunft spekuliert. Daran gemessen hat Europa schon alleine deshalb mehr Potenzial als die USA, weil die Ausgangslage viel niedriger ist.

Doch die Argumentation ist gefährlich. In den vergangenen Jahren haben die amerikanischen Konzerne stets bewiesen, immer noch ein Stück besser zu werden. Europas Unternehmen bilanzierten hingegen nach niedrigen Gewinnen noch niedrigere Gewinne. Und die schwachen Renditen wurden noch schwächer.



Noch mindestens zwei gute Börsenjahre sind sehr wahrscheinlich.

**Thomas Grüner**  
Geschäftsführer Grüner Fisher Investments

## Teure Unternehmen – fast überall

Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) der Unternehmen im jeweils führenden Börsenindex des Landes

Lesbeispiel: Von einem französischen CAC-40-Unternehmen kostet eine Aktie im Durchschnitt das 26-Fache des Nettogewinns pro Aktie 2013.

