

Bewertungskennzahl KGV

Zweideutige Aussagen des Blasen-Indikators

Christian Steiner
17. April 2014



Shiller erhält 2013 den Nobelpreis für seine empirische Analyse von Kapitalmarktpreisen. (Bild: Keystone / ap)

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) zeigt, ob eine Aktie oder ein Index über- oder unterbewertet ist. Es ist aber nur so gut, wie die Schätzungen der Analytiker.

Ist der Einstieg in den Aktienmarkt gerade teuer oder vielleicht ein gutes Geschäft? Zur Beantwortung dieser Frage leistet das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) einen Beitrag. Zu Diskussionen unter Anlegern und Fondsmanagern führt aber bereits die Frage, ob man das KGV mit den Gewinnzahlen aus den vergangenen zwölf Monaten nehmen oder sich auf die Gewinnprognosen der Analytiker verlassen soll.

Die Zukunft ist entscheidend

Die unterschiedlichen Betrachtungsweisen führen zu sehr unterschiedlichen KGV. So weist etwa der Autozulieferer Autoneum in der Rückwärtsbetrachtung ein KGV von 63,8 aus. Im kommenden Jahr prognostizieren Analytiker aber nur noch eines von 15,8. Eine Aktie kann somit aus KGV-Optik zugleich unter- und überbewertet sein. Für Anleger ist es darum entscheidend, dass sie wissen, woher die Daten für das berechnete KGV kommen.

Da für Investoren die Zukunft wichtiger ist als die Vergangenheit, wird von ihnen oft das in die Zukunft gerichtete KGV verwendet. Diese Ansicht vertritt auch Martin Hüsler, ein Aktien-Analytiker der Zürcher Kantonalbank. Die Vergangenheit gebe keinen Aufschluss über die Gewinne von Morgen. Daher steht und fällt die Aussagekraft des KGV mit der Gewinnschätzung.



Robert Shiller, Professor an der Universität Yale, der u. a. für diese Arbeit den Nobelpreis erhielt, hat mit Daten aus dem S&P-500-Index, die bis auf das Jahr 1880 zurückreichen, ein inflations- und Konjunkturzyklus-bereinigtes KGV berechnet. Das sogenannte Cape hat einen Median von 15,9 seit dem Beginn der Messung. Derzeit befindet es sich bei 25,4. Daraus kann gefolgert werden, dass US-Aktien derzeit überbewertet sind. Nur viermal rangierte das Cape deutlich über 24, mit Spitzenwerten in den Jahren 1901, 1929, 1966 und 2000. Bei allen vier Ereignissen wurden plausible Gründe dafür genannt, wieso es so hoch notierte: die Einführung der Massenproduktion, die Erfindung des Telefons, die Abkehr vom Goldstandard und die Neuerungen des Internets. Doch stets irrten die Optimisten und wurden durch starke Kurseinbrüche bestraft. Nimmt man nur die Daten der letzten 20 Jahre als Vergleich, beträgt der Mittelwert des Cape 26,6. In diesem Vergleich befindet sich der US-Aktienmarkt nahe dem Gleichgewicht. Für den Swiss-Market-Index (SMI) berechnet die ZKB ein rollierendes Zwölf-Monate-KGV. Dies ist eine Mischform zwischen prognostizierten und realisierten Gewinnen. Es hat einen Mittelwert von 15,8 und befindet sich derzeit somit in der Nähe des Gleichgewichts (vgl. Grafik).

Andere Kennzahlen beachten

Auch bei einzelnen Titeln lohnt es sich, einen Blick auf das KGV zu werfen. Im SMI haben vier Firmen ein KGV unter 11: der Versicherungskonzern Zurich, der Erdölförderer Transocean, die Grossbank Credit Suisse und der Rückversicherer Swiss Re. Ein KGV über 22 besitzen der Warenprüfkonzern SGS und der Sanitärtechnik-Konzern Geberit. Der Schluss, nun von unter- oder überbewerteten Firmen zu sprechen, ist nur unter einer KGV-Sichtweise erlaubt. Deren Horizont beträgt nur ein Jahr, denn nicht nur die Gewinne des nächsten Jahres sind wichtig, sondern auch die Entwicklungsmöglichkeiten einer Firma für die nächsten Jahre.