

# Aktienmarktbesprechung April 2023

## Eine quantitative Betrachtung der Bewertung des europäischen Aktienmarktes

Prof. Dr. Peter Schömig, CFA, Head of Research

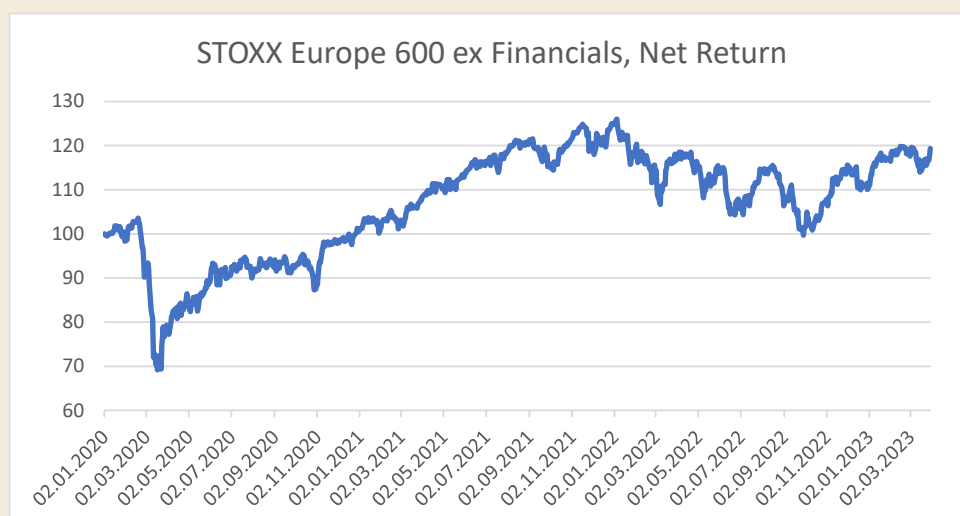
Dario Maugeri, Senior Equity Analyst

Die Berichtssaison für das vierte Quartal 2022 wurde vor Kurzem abgeschlossen. Die Ergebnisse der Unternehmen, die im Stoxx Europe 600 ex-Financials gelistet sind, waren tendenziell näher an der Normalverteilung als vor der Pandemie und daher weniger volatil als in den letzten zwei Jahren. Allerdings spürten die Unternehmen die Auswirkungen von Inflation und höheren Zinsen. Die Europäische Zentralbank hob die Zinssätze für Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf 3,5% (FED Funds Rate: 4,75 - 5%), gegenüber 1,5% zum Zeitpunkt unserer letzten Veröffentlichung an. Dies war ein rapider Anstieg, der die Refinanzierungskosten auf den höchsten Stand seit 2007 (vor der Subprime-Krise) trieb.

Nachrichten aus dem Bankensektor sorgten im März für Volatilität im Index. Am 9. März wurde die Insolvenz der US-Bank Silicon Valley Bank bekanntgegeben, die anschließend an die First Citizens Bank verkauft wurde. In den folgenden zehn Tagen rückte die Schweizer Bank Credit Suisse in den Fokus, die letztendlich einen Fusionsvertrag mit der UBS abschloss. Obwohl die Sorgen um die finanzielle Stabilität des Systems langsam nachgelassen haben, beschleunigten die Ereignisse den Abfluss von Bankeinlagen (u.a. auch durch eine höhere Attraktivität von „Money Market Funds“) und machten den europäischen Sektor kleiner und mittlerer Banken noch anfälliger. Diese Entwicklungen führten dazu, dass insgesamt mit einem moderateren Tempo bei möglichen weiteren Zinserhöhungen der Zentralbanken ausgegangen wird.

Mit Blick auf die Performance des Referenzindex konnte im Zeitraum der Veröffentlichung der Ergebnisse (Januar-März 2023) eine positive Rendite von 7,4% erzielt werden. Die Angst vor einer harten Rezession hat in der Anfangsphase des neuen Jahres tendenziell nachgelassen.

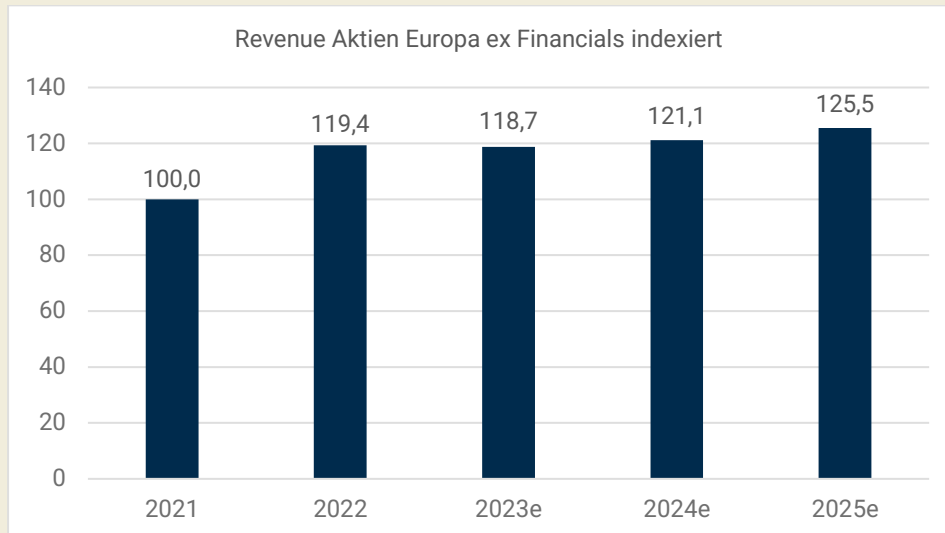
**Abbildung 1: Performance des Stoxx Europe 600 ohne Finanzwerte indiziert**



Quelle: Stoxx

Die Umsatzschätzungen (Konsens) der Unternehmen ohne den Finanzsektor sind für 2023 nahezu unverändert (-1%) und für 2024 leicht positiv (2%). Als Basisjahr dient das Jahr 2021 (indexierte Daten).

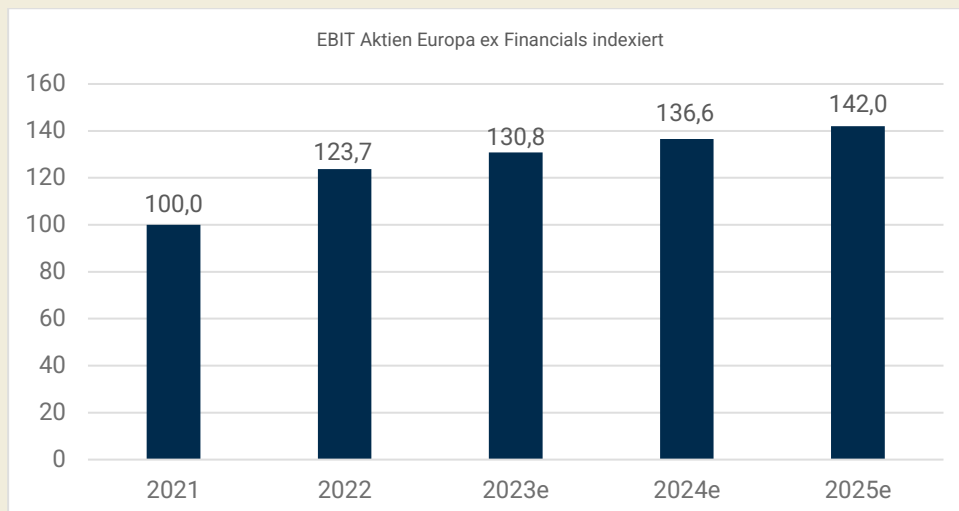
**Abbildung 2: Entwicklung des Umsatzes 2021 bis 2025e indexiert**



Quelle: LeanVal Research, 2023 bis 2025 sind erwartete bzw. vorläufige Werte (e = expected).

Die Erwartungen für das operative Ergebnis (EBIT) liegen bei einem Wachstum von 6% im Jahr 2023 und 4% im Jahr 2024. Hierfür gibt es mehrere Erklärungsansätze. Ein Argument dafür könnte das Fehlen des Bankensektors sein. Zudem ist es möglich, dass die Schätzungen noch nicht an das aktuelle Wirtschaftsszenario angepasst und daher zukünftige Herabstufungen möglich sind.

**Abbildung 3: Entwicklung des operativen Ergebnisses 2021 bis 2025e indexiert**



Quelle: LeanVal Research, 2023 bis 2025 sind erwartete bzw. vorläufige Werte (e = expected).

Im Vergleich zu unserer vorherigen Analyse von 2022 sind einige Unterschiede bei den Bewertungsmultiplikatoren erkennbar. Auf Indexebene stiegen das Preis-Buchwert-Verhältnis (PBV) um 18% und der Unternehmenswert und das operative Ergebnis (EV/EBIT) um 9%. Allerdings geht dies mit einem Rückgang der Free-Cash-Flow-Rendite um 19% einher. Dies spricht für eine im Vergleich zum Marktwert geringere erwartete Cash-Generierung und führt damit tendenziell zu einer geringeren Zahlungsfähigkeit.

**Abbildung 4: Bewertungsmultiplikatoren Schätzungen Geschäftsjahr 03/2023 vs. 08/2022 im Vergleich**

Benchmark		Adj. P/B (T+1)	Adj. P/E (T+1)	FCF Yield (T+1)	EV/EBIT (T+1)	DVD Yield (T+1)
STOXX Europe 600 NR EUR	Mrz 23	4,7	18,8	5,6	14,3	3,5
	Aug 22	4,0	18,9	6,9	13,1	3,7

Quelle: LeanVal Research

Einige interessante Anhaltspunkte liefert die Aufschlüsselung nach Sektoren. Der Energiesektor weist rückläufige Multiplikatoren auf (z.B. FCF-Rendite 6,2x vs. 12,6x). Dies könnte durch den Rückgang der Preise einiger Rohstoffe im Vergleich zum Höchststand im Jahr 2022 (z.B. TTF-Gas) und damit durch die Erwartung niedrigerer Einnahmen erklärt werden. Die Dividendenerwartung verbessert sich jedoch. Der Immobiliensektor weist mit Ausnahme der FCF-Rendite höhere Multiplikatoren auf. Angesichts der Normalisierung der Preise reduziert die Rohstoffindustrie ihre Schätzungen zur Aktionärsvergütung (FCF-Yield und DVD-Yield). Dank ermutigender Quartalsergebnisse entwickelt sich der Kommunikationsdienstleistungssektor positiv (Anstieg KGV und EV/EBIT), während umgekehrt der Versorgungssektor nach unten revidiert wird.

**Abbildung 5: Bewertungsmultiplikatoren der Subindizes auf Basis der Gewinnerwartungen (mit Finanzunternehmen)**

Region		Adj. P/B (T+1)	Adj. P/E (T+1)	FCF Yield (T+1)	EV/EBIT (T+1)	DVD Yield (T+1)
Europa: DISC	Mrz 23	6,0	20,8	5,4	15,0	2,6
	Aug 22	4,9	21,3	6,5	16,7	3,1
Europa: ENER	Mrz 23	1,4	6,5	6,2	4,8	5,7
	Aug 22	1,5	10,3	12,6	6,8	4,3
Europa: FINL	Mrz 23	1,3	9,6	11,6	0,9	6,0
	Aug 22	1,1	10,8	10,7	1,3	5,4
Europa: HLTH	Mrz 23	7,5	21,0	5,2	17,5	2,9
	Aug 22	7,3	23,4	4,6	17,1	2,3
Europa: IMMO	Mrz 23	0,6	14,7	3,1	25,5	5,2
	Aug 22	0,7	12,7	4,4	20,7	4,6
Europa: INDU	Mrz 23	4,1	22,4	4,7	17,3	2,5
	Aug 22	3,6	19,6	7,3	14,8	3,4
Europa: INFT	Mrz 23	10,9	26,5	4,0	21,9	1,3
	Aug 22	8,4	29,6	4,5	21,0	1,4
Europa: MATR	Mrz 23	3,0	16,3	4,9	12,9	4,6
	Aug 22	2,6	14,7	10,0	11,1	6,8
Europa: STPL	Mrz 23	5,0	22,1	4,4	18,3	2,8
	Aug 22	4,4	22,1	4,6	19,0	2,7
Europa: TELS	Mrz 23	5,0	24,8	4,4	24,1	2,6
	Aug 22	3,1	19,8	5,9	1,6	3,2
Europa: UTIL	Mrz 23	2,1	14,5	2,2	8,5	4,8
	Aug 22	2,4	16,0	2,1	18,0	4,6

Quelle: LeanVal Research

In den kommenden Monaten werden sich die Aktienmärkte weiterhin auf die Inflationsraten und die geldpolitischen Maßnahmen der Zentralbanken konzentrieren. Kurzfristig wird mit einer strukturell höheren Inflation als im Durchschnitt der letzten fünf Jahre gerechnet. Von dieser Situation profitiert der Wert von Sachanlagen.

Dies wird eindeutig Auswirkungen auf die absoluten Bewertungsmodelle des inneren Unternehmenswertes haben. Die Dynamik von Preisen, Volumen, operativen Kosten und Investitionen wird im Mittelpunkt stehen. Für viele Unternehmen wird es schwierig sein, die Preise weiter zu erhöhen, ohne dass der Marktanteil darunter leidet. Auch Geschäftsmodelle, die auf Verbraucherkrediten basieren, könnten in Schwierigkeiten geraten. Weiter steigende Betriebskosten könnten die Gewinne schmälern und die Marge reduzieren. Daher sind Umstrukturierungspläne sowie Senkungen bei Investitionen und Aktionärsrenditen (d.h. weniger umfangreiche Aktienrückkäufe als 2022) zu erwarten.

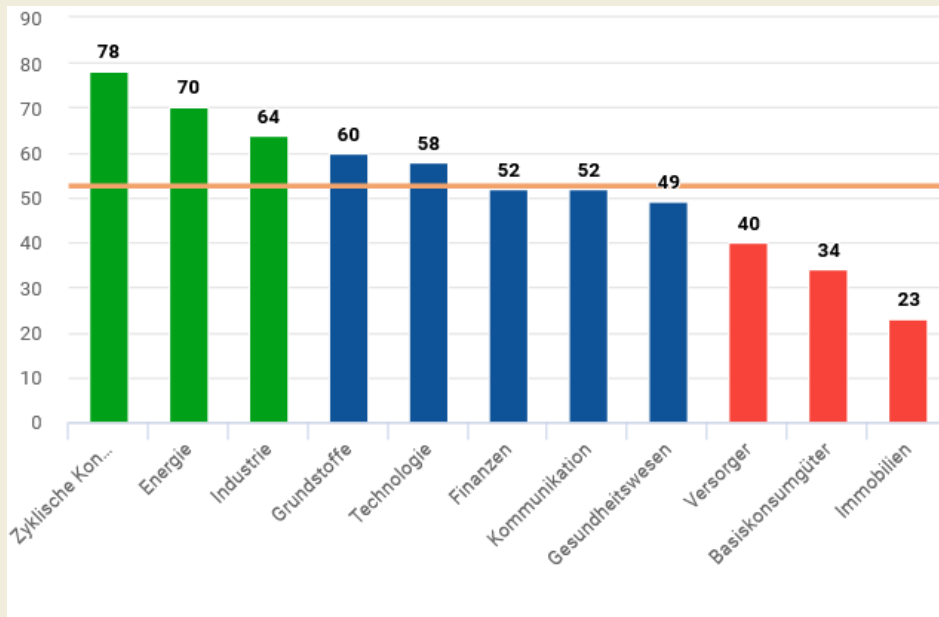
Mit Blick auf die verschiedenen Branchen sind die Erwartungen jedoch unterschiedlich. Aufgrund steigender Hypothekenfinanzierungskosten sollte das operative Ergebnis von Immobilienunternehmen zurückgehen. Die Industrien Zyklische Konsumgüter und Versorger könnten von einer konjunkturellen Abschwächung betroffen sein. Die Preise im Energie- und Rohstoffsektor könnten nach einer Schwächephase aufgrund der Dynamik zwischen europäischem Angebot und Nachfrage wieder steigen. Im Bergbausektor ist zu beachten, dass der Anstieg der Kapitalkosten zum Rückgang von Investitionen in neue Projekte führen könnte. Im Technologiebereich dürften Themen rund um Künstliche Intelligenz (ChatGPT) weiterhin auf dem Prüfstand stehen. Einige Technologiegiganten haben seit Anfang des Jahres eine gute Performance erzielt (Microsoft YTD +17%, Alphabet YTD +15%). Interessant bleiben Aktien mit hohen Dividenden und regelmäßigen Zahlungen. Beispielsweise zahlt die Aktie der RTL Group SA regelmäßig eine beträchtliche Dividende und die Erwartung für 2023 liegt bei etwa 8% (Dividendenrendite). Es sollte erwähnt werden, dass die Anlageklasse Small Caps empfindlicher auf ein mögliches Kreditrisiko und eine Konjunkturabschwächung reagieren könnte.

In diesem Zusammenhang ist eine sorgfältige Auswahl mit einer strategischen Perspektive erforderlich. So könnten beispielsweise makroökonomische Unsicherheiten (u.a. Krise in der Ukraine) sowie zunehmende Risiken bei Krediten zu einem raschen Rückgang der Aktienmärkte führen. Zu diesem Zweck könnte eine Absicherung mit derivativen Instrumenten die Portfolio-Performance stabilisieren.



Basierend auf dem Multi-Faktor-Modell von LeanVal Research erscheinen derzeit die Sektoren zyklische Konsumgüter, Energie und Industrie interessant. Der Immobiliensektor bleibt aufgrund rückläufiger Ergebnisse unattraktiv.

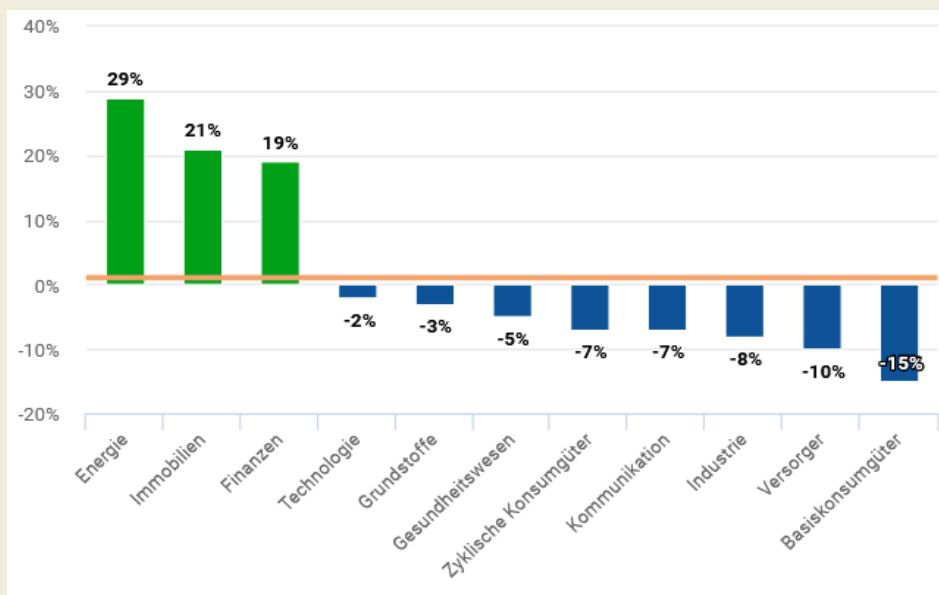
**Abbildung 6: Relative Attraktivität auf Basis des Multifaktoransatzes (März 2023)**



Quelle: LeanVal Research

Die absolute Bewertung hebt den Energie- und Finanzsektor hervor. Der Immobiliensektor ist an der Spitze aufgrund des Preisrückgangs und der daraus resultierenden Auswirkungen auf die implizite Bewertung. Negativ fällt hingegen die Bewertung im Bereich Basiskonsumgüter auf.

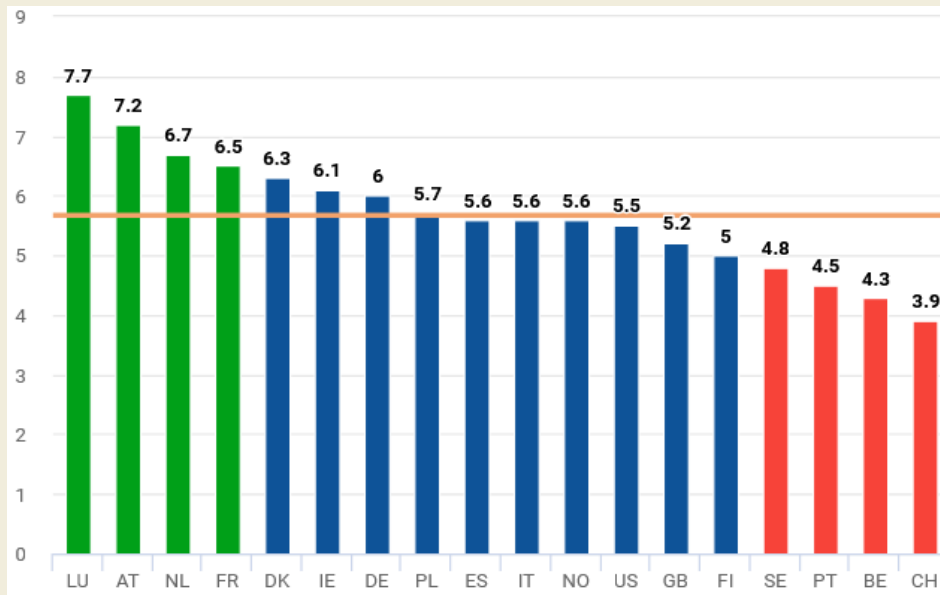
**Abbildung 7: Absolute Attraktivität auf Basis des Multifaktoransatzes (März 2023)**



Quelle: LeanVal Research

In geografischer Hinsicht lassen sich einige Hinweise in den verschiedenen europäischen Ländern ausmachen. Bei einer relativen Bewertung sind Luxemburg, Österreich, Niederlande und Frankreich am attraktivsten. Die meisten Länder liegen nahe am Durchschnitt. Am Ende der Liste stehen die Schweiz und Belgien.

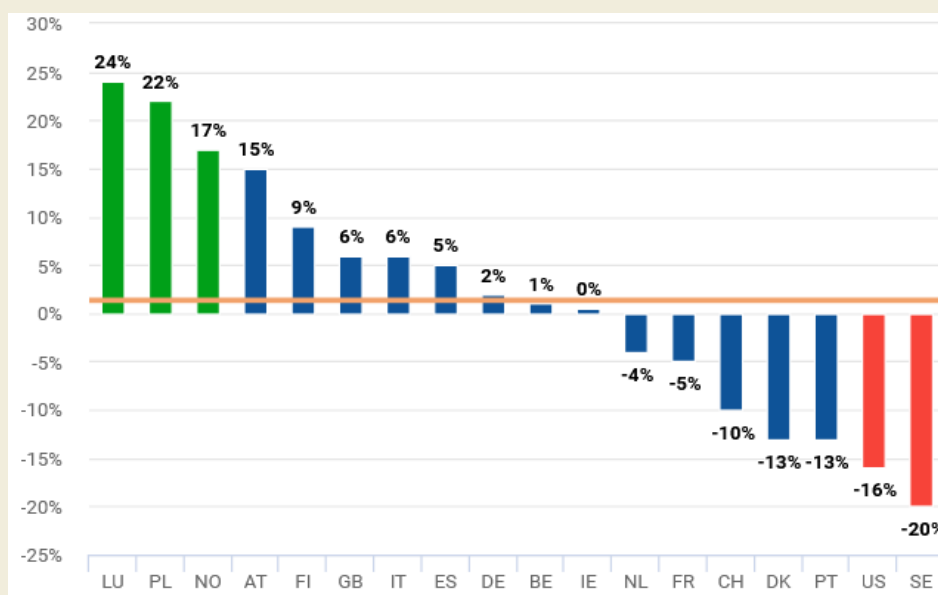
**Abbildung 8: Relative Attraktivität der Länder (März 2023)**



Quelle: LeanVal Research

Absolut gesehen gehören Luxemburg, Polen und Norwegen zu den attraktivsten Ländern. Etwa acht Länder haben eine unterdurchschnittliche Bewertung. Weniger attraktiv erscheinen Schweden und die Vereinigten Staaten von Amerika.

**Abbildung 9: Absolute Attraktivität der Länder (März 2023)**



Quelle: LeanVal Research

## Hinweise zu Anlagestrategie- Anlageempfehlung gem. § 85 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) i.V.m. VO (EU) Nr. 596/2014

### Allgemeines

Die Anlagestrategie- und/oder Anlageempfehlungen (nachfolgend „Analysen“ genannt) werden von der LeanVal Research GmbH nur zu Informationszwecken erstellt.

Weder die LeanVal Research GmbH noch ihre Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung der Analysen oder ihres Inhalts oder auf andere Weise in Zusammenhang mit diesen entstehen. Die Analysen stellen weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch bilden diese oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß gebilligten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage der Analysen. Investoren sollten sich bei ihrer Anlageentscheidung durch einen Anlageberater beraten lassen. Die Analysen können insoweit keine Beratungsfunktion übernehmen. Die in den Analysen enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind allein diejenigen der jeweiligen Verfasser. Sie sind datumsbezogen, nicht notwendigerweise auch Meinung der LeanVal Research GmbH und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die hier wiedergegebenen Informationen und Wertungen („Information“) sind primär für Kunden der LeanVal Research GmbH in Deutschland bestimmt. Sollte der ursprüngliche Empfänger die Analyse weiterleiten, so ist er verpflichtet, dies unter Einhaltung bestehender Regelungen und Gesetze zu tun und es ergibt sich hieraus keinerlei Verpflichtung der LeanVal Research GmbH gegenüber einer dritten Partei. Insbesondere ist die Information nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz oder Wohnsitz in Großbritannien, den USA oder in Kanada bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden. Die Verteilung der Analysen in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz die Analysen gelangen, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen. Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung der Analysen und ihrer Inhalte im Ganzen oder Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der LeanVal Research GmbH gestattet.

### Informationsquellen

Sämtliche Analysen werden auf der Grundlage der Daten eines Datenanbieters sowie von allgemein zugänglichen Quellen („Informationen“) erstellt, die die LeanVal Research GmbH für zuverlässig hält. Die LeanVal Research GmbH hat die Informationen jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der LeanVal Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und LeanVal Research GmbH haftet nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt die LeanVal Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen. Obwohl die Analysen mit aller Sorgfalt zusammengestellt werden, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. Die LeanVal Research GmbH, deren Anteilseigner, Organe und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen, die aus in den Analysen enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Datenquelle für alle historischen Kurse ist Morningstar und LeanVal Research.

### Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Die Bewertungen, die den Anlageempfehlungen für von der LeanVal Research GmbH analysierte Aktien zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleiche, NAV-Bewertungen und - wo möglich - ein Sum-of-the-parts-Modell. Die errechneten Scores (Value, Quality, Stability, Growth) sind das Ergebnis eines proprietären Modells der LeanVal Research GmbH. Sie ergeben sich aus dem Vergleich fundamentaler Kennzahlen des quantitativ analysierten Unternehmens im Verhältnis zu Vergleichsunternehmen innerhalb eines Sektors (ggf. einer Region). Hinweise zur generellen Vorgehensweise befinden sich unter [www.leanval.investments](http://www.leanval.investments). Das absolute Kursziel und damit verbunden die absolute Einschätzung (unterbewertet, neutral überbewertet) ergeben sich unter Verwendungen eines in die Zukunft gerichteten DCF- oder ROIC (Return on Invested Capital) Verfahrens. Als Grundlage dienen hierbei die Schätzungen der zukünftigen Gewinne. Die Gewinnschätzungen basieren entweder auf einem Konsensus oder werden von der LeanVal Research GmbH selbst vorgenommen.

### Aktualisierungen

Ein Anspruch der Empfänger auf Veröffentlichung von aktualisierten Analysen besteht nicht. Die LeanVal Research GmbH behält sich vor, Aktualisierungen von Analysen unangekündigt vorzunehmen. Eine regelmäßige Aktualisierung dieses Dokuments ist nicht vorgesehen.

### Compliance

Die LeanVal Research GmbH hat in Umsetzung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen institutsinterne Informationsbarrieren, die den Zugang der Analysten zu Insiderinformationen verhindern. Die Einhaltung wird durch den Compliance-Beauftragten überwacht.

### Erläuterung der Empfehlungssystematik

Die relative Einschätzung basiert auf den verschiedenen Scores der einzelnen Unternehmen in den Bereichen Value, Quality, Stability, Growth und Momentum welche mit den Durchschnittswerten des Gesamtmarktes und/oder auch mit den jeweiligen Sektoren verglichen werden. Die Unternehmen werden auf einer Skala von 0 bis 100 eingestuft. Hieraus werden die drei Ratings „unattraktiv“ (0 bis 30 auf der Skala), „neutral“ (31 bis 70 auf der Skala) und „attraktiv“ (71 bis 100 auf der Skala) abgeleitet. Die relative Einschätzung kann sich aufgrund der hohen Komplexität der Scores und der vielfältigen Abhängigkeiten zwischen den analysierten Unternehmen kurzfristig ändern.

Das Ratingsystem der LeanVal Research GmbH für die absolute Bewertung umfasst die Ratings „unterbewertet“, „fair bewertet“ und „überbewertet“. Das Rating einer Aktie basiert auf der erwarteten Rendite für die kommenden sechs bis zwölf Monate. Die erwartete Rendite setzt sich aus der prognostizierten Veränderung des Aktienkurses und der voraussichtlichen Dividendenrendite zusammen. Änderungen des Diskontierungsfaktors oder der prognostizierten Cashflows können zu erheblichen Änderungen des Kursziels führen.

#### Ratingsystem der absoluten Bewertung:

Buy	Potenzial > +15%
Hold	Geringes Aufwärts- und Abwärtspotential
Sell	Potenzial < - 15%

### Interessenkonflikte

In den Finanzanalysen sind Umstände oder Beziehungen, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit - der Mitarbeiter der LeanVal Research GmbH, die die Analyse erstellt haben, - der LeanVal Research GmbH als für die Erstellung verantwortlichen Unternehmen oder mit ihr verbundener Unternehmen oder - der sonstigen für die LeanVal Research GmbH tätigen und an der Erstellung mit-wirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten, anzugeben. Offenlegungspflichtige Informationen über Interessen oder Interessenkonflikte liegen insbesondere vor, wenn

1. wesentliche Beteiligungen (= Beteiligung > 5 % des Grundkapitals) zwischen den o.g. Personen oder Unternehmen und den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, bestehen,
2. o.g. Personen oder Unternehmen Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen (Market Making/ Designated Sponsoring),
3. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind,
4. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gegenüber Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden waren oder in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhielten, soweit von der Offenlegung dieser Informationen keine vertraulichen Geschäftsinformationen betroffen sind,
5. o.g. Personen oder Unternehmen mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen haben,
6. o.g. Personen Vorstands- oder Aufsichtsratsmandate bei Emittenten, deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, wahrnehmen oder
7. o.g. Personen oder Unternehmen sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf die Emittenten haben, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

LeanVal Research GmbH

Bleichstraße 52

60313 Frankfurt am Main

Telefon: +49 69 9494 88 050

E-Mail: [research@leanval.investments](mailto:research@leanval.investments)