

# PK Assets

PK Assets AG Egglirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen  
+41 (0)44 787 80 20 [www.pkassets.ch](http://www.pkassets.ch)

## Aktien USA: S&P500

7/2018

### Bessere Gewinne: Ist die Luft raus aus der Blase?

[www.pkassets.ch/marktanalysen](http://www.pkassets.ch/marktanalysen)

# Bubble ?

## Unsere Definition der Blase:

- Eine Blase ist der Zustand des Aktienindex unmittelbar vor einer Korrektur von mindestens 20%
- Diese Klassifikation ist offensichtlich arbiträr
- Damit identifizieren wir den Monat vor den Crashes 87/98/00/07 als Blasen
- Ob wir aktuell in einer Blase sind, ist somit erst ex post bestimmbar
- Aber wie wir sehen werden, ist damit nichts verloren

## Anekdotische Anzeichen für eine Blase?

- Erfüllt oder nicht? S. 3-7

## Verwundbarkeit der Firmen

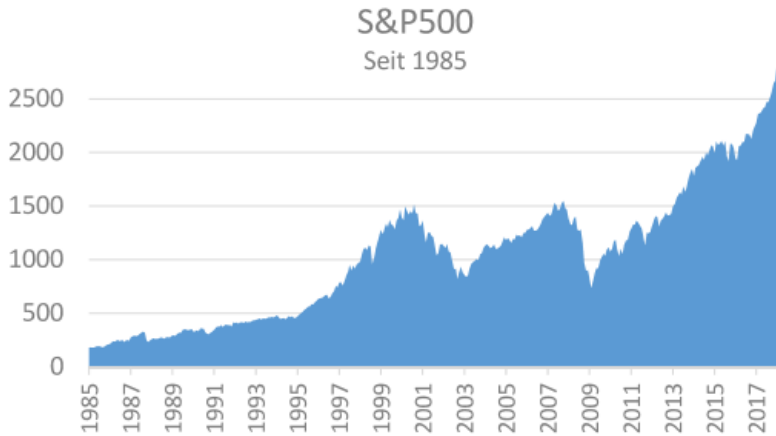
- Wie ist die Verfassung der S&P500-Firmen im Durchschnitt? S. 8-27
- Wir schauen unter die Oberfläche bei den zentralen Aspekten  
Gewinne/Substanz/Leverage/Dividenden

## Unsere These: Blasen sind identifizierbar

- Sind Blasen identifizierbar? S. 28-30
- Vergleichen wir die Aktienpreise zu einer Reihe von Fundamentalfaktoren, so erhalten wir ein auffälliges Muster, das uns ziemlich genau erlaubt, einen Blasenindikator zu erstellen
- Dieser Blasenindikator hatte auffällige Extrema zu den Zeitpunkten 87/98/00/07
- Ebenfalls auffällig wie wenige Fehlsignale produziert werden

## Was sagt unser Bubble Indicator?

- Sehen Sie die Resultate auf S. 31-41



## «Preiseuphorie»

### Erfüllt

- Beschleunigung auf hohem Level



## «Tech-Aktien enteilen»

### Erfüllt

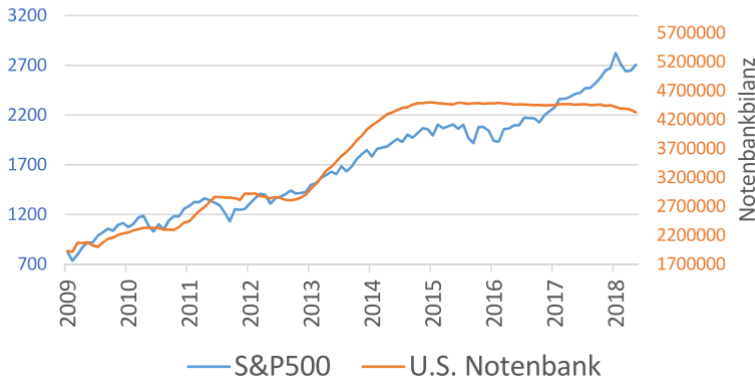
- Das Bild enteilender Tech-Aktien – typisch für überreife Bull-Märkte - ist auch in diesem Zyklus zu beobachten:
- In jedem Bullen-Zyklus konzentriert sich das Interesse der Investoren in einzelnen Tech-Aktien:
  - 1973: Polaroid, Kodak, IBM
  - 1990: Microsoft, Intel, Compaq
  - 2000: Sun, Cisco, EMC
  - 2007: Apple, Google, RIM, Amazon
  - 2015: Facebook, Amazon, Netflix, Google («FANG»)

## «Jede Blase war eine Kreatur der Notenbanken»

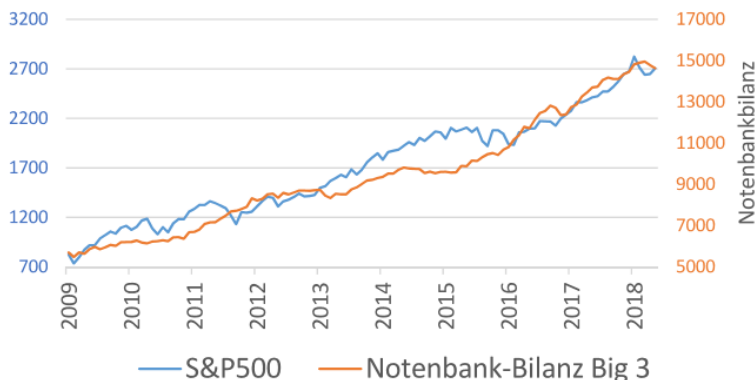
### Erfüllt

- Die Aktien laufen weiter, obwohl das Fed netto nicht mehr zukaft...
- Das Federal Reserve reinvestiert weniger in neue Treasuries und MBS als Cash Flows aus den Bilanzbeständen zurückfließen «Quantitative Tightening»
- Das Fed entzieht dadurch ceteris paribus dem Finanzmarkt Liquidität
- Das tönt auf den ersten Blick negativ für U.S.-Aktien
- ...aber es sind die EZB und die BOJ, die den globalisierten Finanzmarkt weiter reichlich mit Liquidität versorgen, per Saldo mit den Big 3:
- Dem globalisierten Finanzmarkt ist es egal, woher der Stimulus kommt
- Interessant wird es, wenn auch die EZB und die BOJ die Neugeldzufuhr stoppen würden

Aktien & Notenbank-Bilanz



Aktien & Notenbank-Bilanz

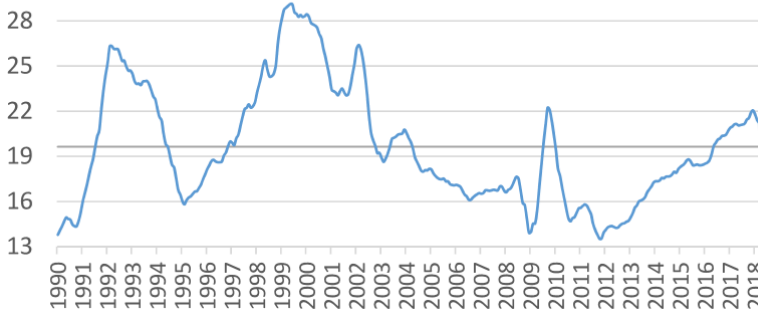


*«At a time when the cost of equity is low (...) why have companies been issuing debt and buying back stock instead of issuing stock to raise capital? If corporations believe that downwards will be uncommon and mild they will rationally respond by shifting their capital structure away from expensive but safe capital – equity- into cheaper and riskier capital - debt»*

GMO 2018

## «Hohe Bewertung»

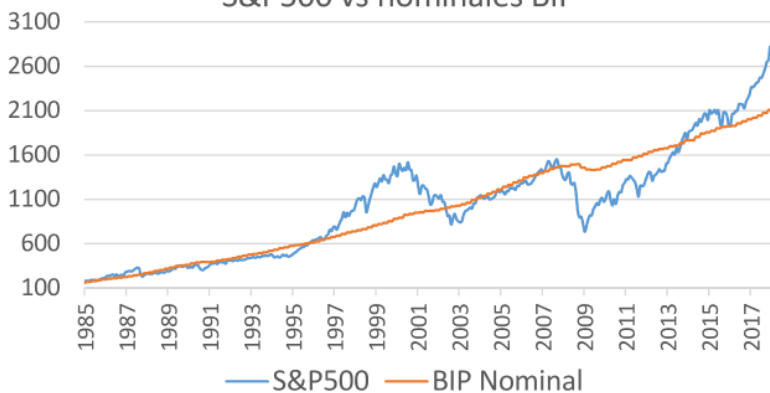
Price/Earnings S&P500  
Seit 1990



### «Nicht erfüllt»

- Das P/E ist moderat...
- ...nimmt man die Nettogewinne als Basis, dann ist das P/E nur geringfügig über dem Durchschnitt seit 1990...
- ..und noch weit entfernt von den Niveaus der Dot Com-Krise
- So gesehen bleibt noch einiges an Luft

S&P500 vs nominales BIP



### «Erfüllt»

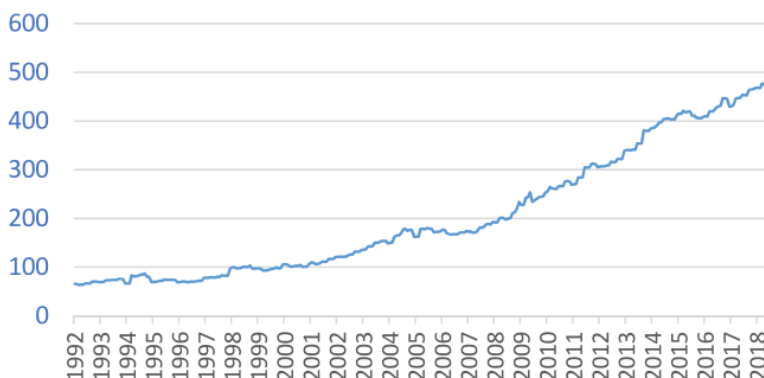
- Der Markt hat seine Bodenhaftung verloren
- Der Aktienmarkt hat sich deutlich von der wirtschaftlichen Basis des Landes entfernt
- Man sieht deutlich ein Rückschlags-Potential von 500 Punkten im S&P500

## «Financial Engineering = Brandbeschleuniger?»

### Aktien-Rückkäufe / Aktie



### Cash in der Kasse / Aktie



### «Erfüllt»

- Die Aktienrückkäufe sind exorbitant hoch
- Augenfällig die Extrema zu den Zeitpunkten, als die Crashes einsetzen
- «FE ist ein Brandbeschleuniger»

### «Nicht erfüllt»

- Wohl sind die Aktienrückkäufe hoch, aber ebenfalls ist es die Cash-Haltung
- Wenn die EK-Kapitalkosten höher sind als die Rendite von neuen Firmen-Projekten, dann macht es Sinn, die Gelder auszuschütten statt zu reinvestieren
- «FE wird durch die Geldschwemme marginalisiert»

## «Unsere These: Nicht die Stimmung, aber die Positionierung ist euphorisch»

### Erfüllt

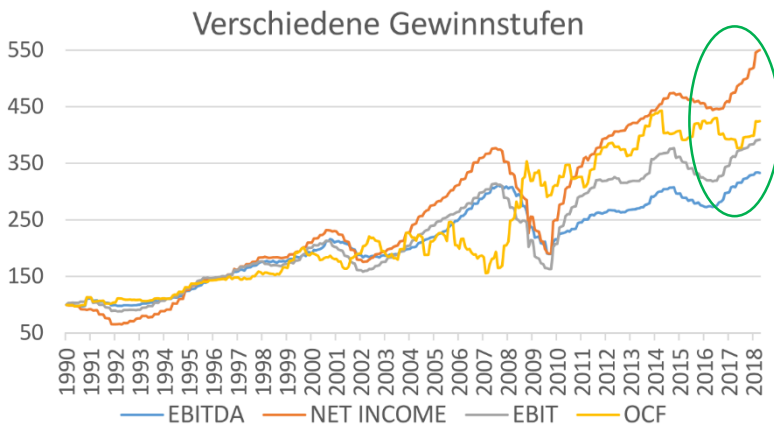
- Ein grosser Anteil der «Risikofreien Anlagen» wurden von den Notenbanken aufgekauft, die Investoren in riskantere Anlagen getrieben
- Die gestiegene Risikotoleranz ist langsam gewachsen, durch die Vermögensinflation genährt worden und v.a. über die Revolution der passiven Produkte in den Portfolios abgebildet worden. Index-abbildende Produkte interessieren sich nicht für den Risikogehalt der Bausteine; der Kauf von Finanzanlagen ohne Berücksichtigung von wesentlichen Risikoaspekten ist ein klarer Ausdruck von gesteigener Euphorie
- Die Experimente der Notenbanken haben die Investoren raus aus den Nominalanlagen rein in die Sachwert-Anlagen getrieben. Die Allokationen in Immobilien- und Aktien-Gefässe sind gestiegen, in jedem Bereich sind die Allokationen für riskantere Bereiche erhöht worden
- Noch nie war so viel Geld in Short-Vola-Produkten wie Risk Parity etc investiert
- In Zeiten von Negativzinsen halten die Pensionskassen immer weniger Regierungsanleihen und immer mehr Unternehmensanleihen. Hier kam innerhalb des Investment Grade-Bereichs zu einem Boom von BBB-Anleihen, damit konzentrieren sich die Anlagen im Investment Grade Bereich auf den verwundbarsten Sektor
- In jeder Euphorie-Phase gibt es eine Star-Anlageklasse. Was vor 2008 die CDO waren, könnten heute die Leveraged Loans sein: Im Bereich der Leveraged Loans und des High Yields besteht seit geraume Zeit ein Verkäufermarkt, weshalb es zu einer konstanten Erosion der Covenants gekommen ist, die Investoren mithin Engagements mit viel weniger Schutz bei tieferen Renditen eingegangen sind
- Über Zertifikate & ETFs sind Investoren in neue Bereiche vorgestossen, aus welchen sie früher ausgeschlossen waren und nur Spezialisten zu finden waren: ETFs für High Yield, CLOs, CoCo etc
- Damit haben sich viele Investoren in Bereiche gewagt, die illiquid werden bei einer Korrektur, unabhängig davon was ihnen das ETF-Vehikel versprochen hat. Der weltweite Niedergang der Liquiditätsprämien ist geradezu ein klassischer Indikator für Euphorie

## Verwundbarkeit der S&P500-Firmen

- Gewinne

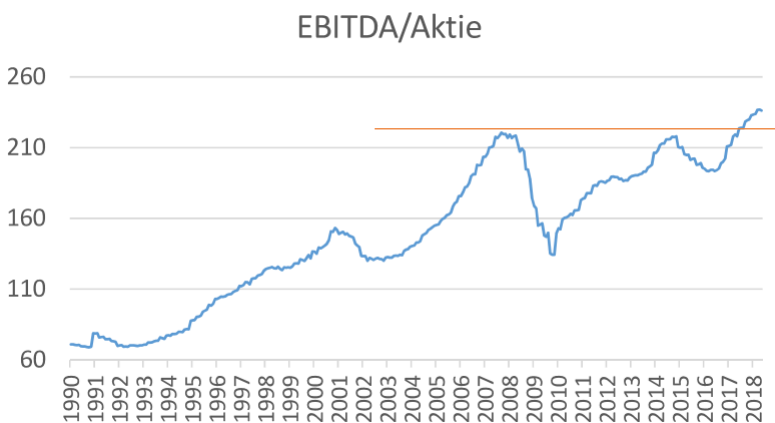


# Gewinnschub!



## Höhere Gewinne! Aber eigenartig:

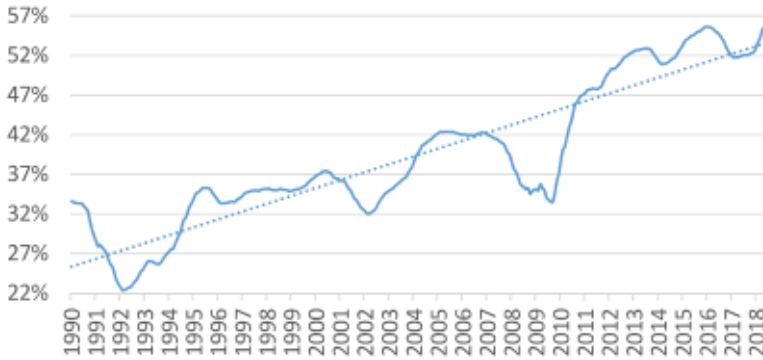
- Es sind vor allem die Nettogewinne, die im historischen Vergleich gut aussehen
- Wir haben die Zahlen im 1990 bei 100 angeglichen, es sind deshalb indizierte Werte, nicht absolute Werte
- Alle Gewinn-Stufen sind auf dem Höchst, abgesehen von den Operating Cash Flows



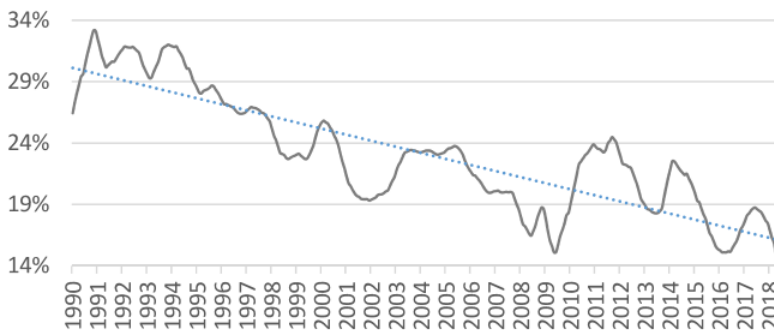
## Wir hatten bis vor kurzem einen massiven Aktien-Bullenmarkt ohne wirklich hohe Rohgewinne

- Das ist jetzt korrigiert
- Die EBITDA sind über das Niveau von 2007/08 gestiegen
- Wir werden in der Folge untersuchen, ob dies wirklich materiell etwas an der hohen Bewertung ändert

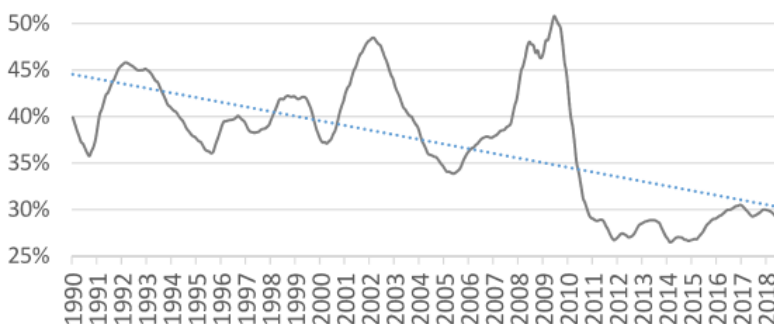
Net Income pro EBITDA



Zinsen & Steuern  
Pro EBITDA



Abschreibungen & Amortisationen  
Pro EBITDA



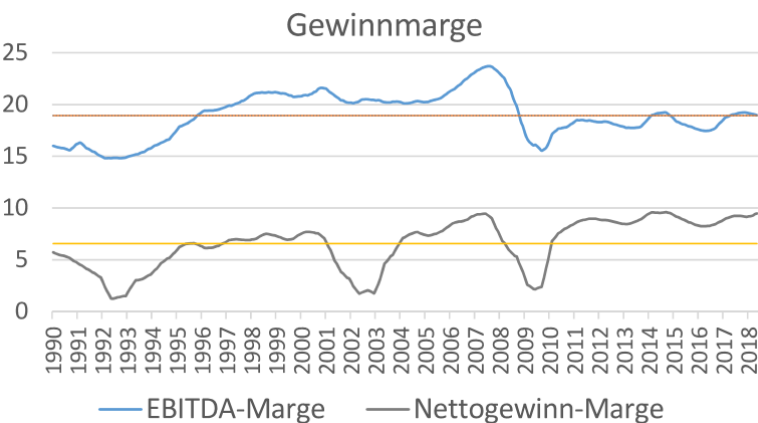
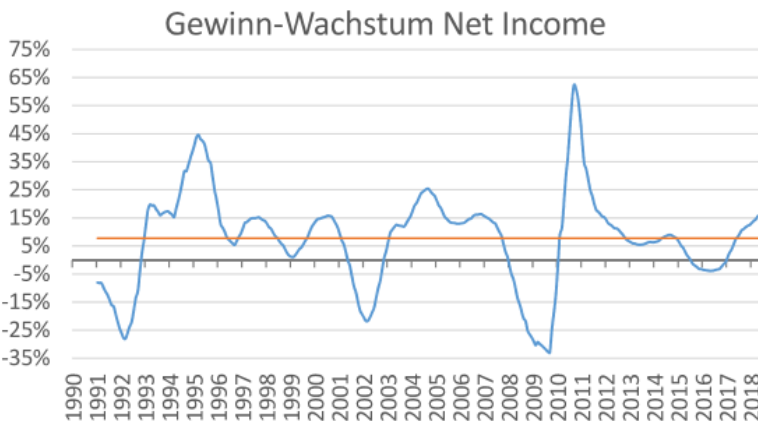
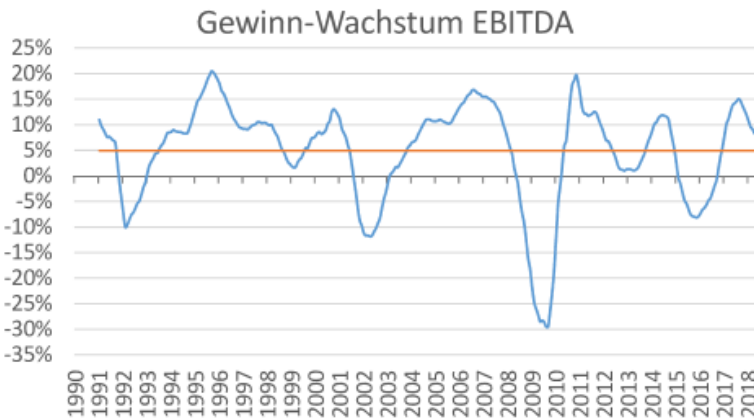
Die Zitrone wird ausgequetscht – Geht noch was?

Die Firmen haben immer mehr Nettogewinn aus den Rohgewinnen gepresst

- Einerseits zahlen sie dramatisch **weniger Zinsen und Steuern** auf ihre Rohgewinne als noch vor 25 Jahren
- Mit der neuesten Steuerreduktion wurde dies noch einmal akzentuiert
- Andererseits kam es seit Lehman zu einem **Einbruch der Abschreibungen und Amortisationen**
- Abschreibungen und Amortisationen stammen von Investitionen
- Diese Investitionen sind wiederum die Basis von zukünftigen Gewinnen

Werden heutige Gewinne verbucht auf Kosten der Zukunft?

# Wachstum & Marge: Glas halbvoll oder halbleer?



## Die Gewinn-Rezession von 2016 ist Geschichte

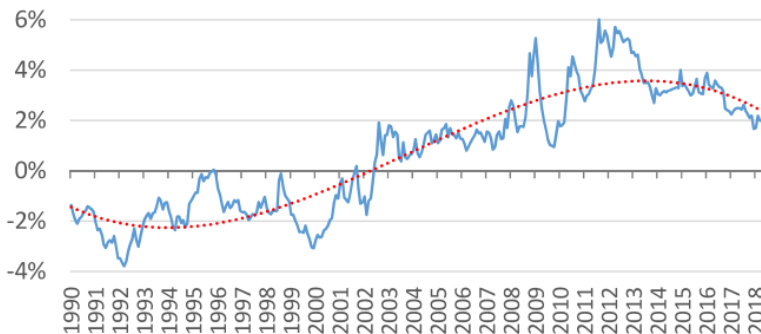
- Nicht vergessen: Mitten im Bullmarkt hatten wir 2016 eine Gewinnrezession
- Das Wachstum der EBITDA ist wieder auf hohem Niveau, nicht auf Spitzenwerten, aber über dem Durchschnitt
- Das selbe das Wachstum der Nettogewinne, wenn auch die Trends diametral verschieden sind

## Margen: Nettogewinne top, Rohgewinne flop

- Die Nettogewinn-Marge ist ok, auf dem langjährigen Durchschnitt
- Die EBITDA-Marge ist tatsächlich unter dem Trend, und deutlich unter dem Niveau von vor der Krise

# Aktien vs. Bonds: Zinsen holen auf! Geht ein Super-Zyklus zu Ende?

"Risikoprämie":  
(Earnings Yield ./ Treasuryrendite)

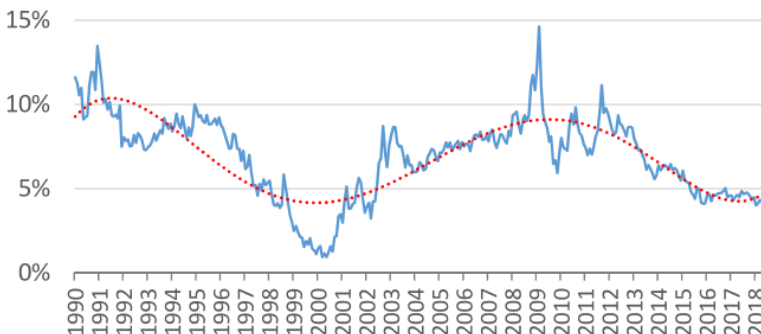


## «Immer noch gut»

- Wir vergleichen die **Nettogewinn-Rendite** des S&P500 mit der 10jährigen **U.S. Treasury Bondrendite**
- Die Differenz hat gelitten, ist aber historisch immer noch **interessant**

Jetzt schauen wir unter die Oberfläche:

"Risikoprämie":  
(EBITDA Yield ./ BBBrendite)

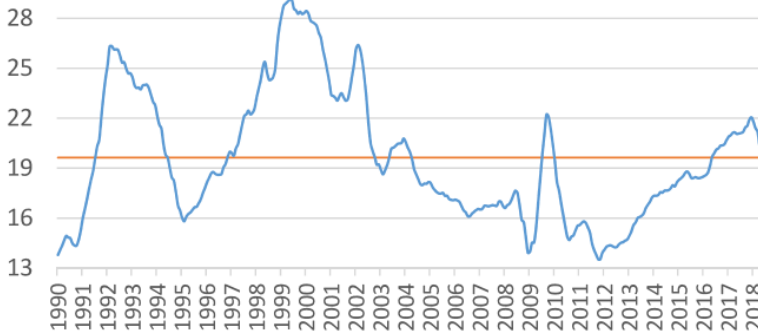


## «Unattraktiv!»

- Wir vertauschen Nettogewinn mit **EBITDA**
- Wir vertauschen Treasury- mit **BBB-Zinsen**, was Sinn macht, da man ein ähnlicheres Risikoprofil erhält

**Auf den zweiten Blick sehen die Aktien auf einmal **teuer** aus gegen Bonds!**

P/E mit Verwendg. v. Nettogewinnen



While the «p» in P/E ratio is high today, the «E» has probably been inflated by cost cutting, stock buybacks and M&A activity. Thus today's reported valuations, while high, may actually be understated relative to underlying profits

OAKTREE

P/E mit Verwendg. v. EBITDA



## Müssen wir das moderate P/E relativieren?

### «P/E ist moderat»

- Es macht einen grossen Unterschied, ob man EBITDA oder Net Income als die massgebende Gewinnzahl nimmt:
- Nimmt man Net Income als Basis, dann ist der Markt nicht sonderlich teuer

### «Stimmt nicht, das P/E ist rekordhoch!»

- Nimmt man EBITDA im P/E als Denominator, dann ist der Markt jetzt sogar deutlich **teurer als während der Dot-Com-Krise**
- Viele Marktteilnehmer interessieren sich nur für die Nettogewinne
- Sollten diese aber nicht nachhaltig sein, dann wäre ein Blick auf die Rohgewinne angezeigt

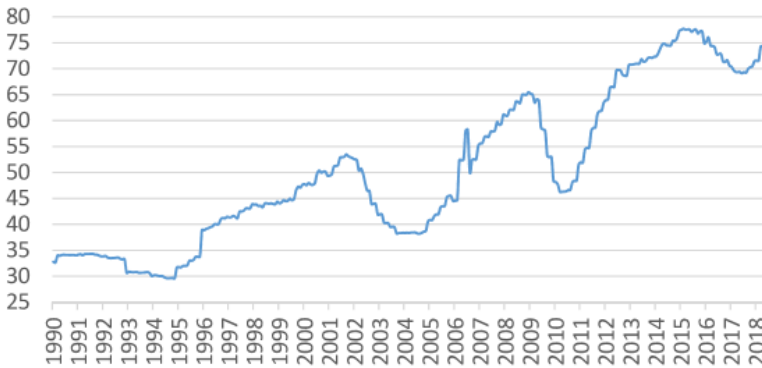
## Verwundbarkeit der S&P500-Firmen

- Gewinne
- Substanz

## Capex: Auf den ersten Blick ansprechend...

«Capex», die Investitionen in Sachanlagen und Infrastruktur von heute sind die Gewinne von morgen

Capital Expenditures



CAPEX / Abschreibungen



Capex / Nettogewinn



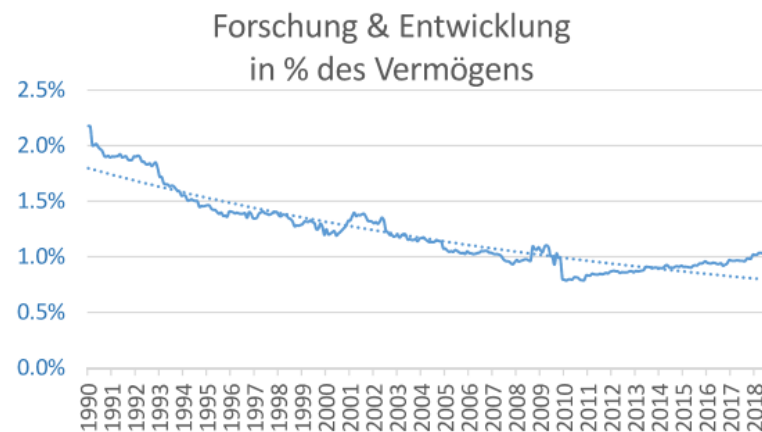
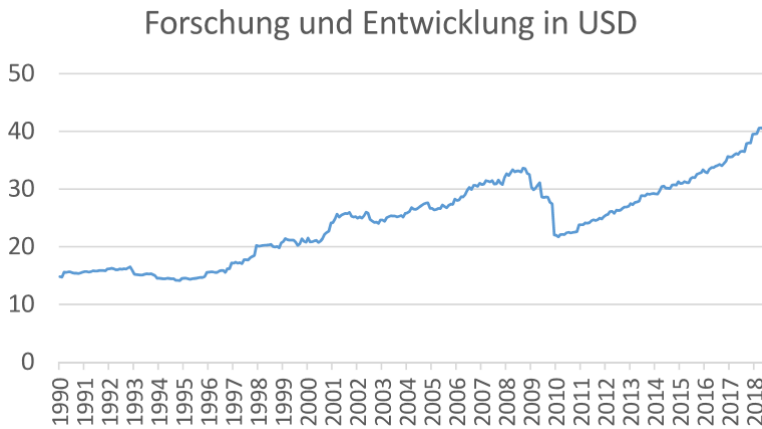
- Der erste Blick ist positiv: Die Capex sind deutlich über das Niveau vor dem Lehman-Bankrott gewachsen

## ..auf den zweiten schwach

- Die Capex sind weiterhin unter dem Niveau von 2016...
- ...ebenso wie die Marge der Capex über den Abschreibungen
- ...und die Abschreibungen basierend auf den Gewinnen sind jetzt historisch auf dem Tiefpunkt seit 1990
- Verglichen mit den luftigen Aktienpreisen sind die Capex geradezu penibel

# Forschung & Entwicklung: Dünn

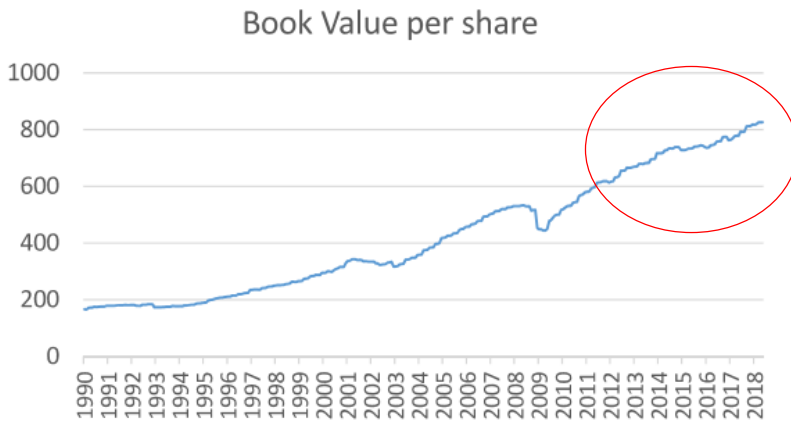
Forschung & Entwicklung von heute sind die Gewinne von morgen:



- Man muss genauer hinschauen um zu sehen, dass F&E sträflich vernachlässigt werden
- Zwar sind die Ausgaben für Forschung & Entwicklung ist heute wieder deutlich über dem Stand von 2008
- Verglichen mit den Gewinnen sind die F&E-Aufwendungen aber geradezu erbärmlich
- Verglichen mit dem Vermögen sind die F&E-Aufwendungen nach wie vor unterentwickelt
- Verglichen mit den luftigen Aktienpreisen sind die F&E penibel

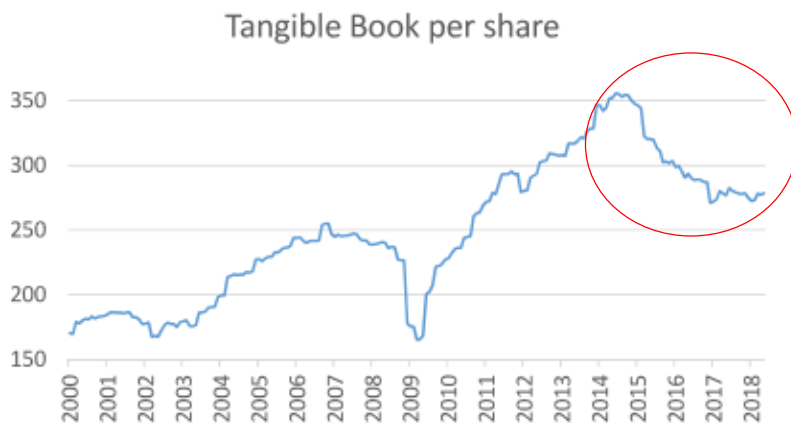


# Buchwerte: Seltsames passiert



Die Buchwerte sind optisch hoch

- Und zwar deutlich über die Krisen-Niveaus



Zieht man das Fremdkapital vom Vermögen ab, bleiben immer weniger «fassbare» Vermögen übrig

- Tangible Book besteht v.a. aus Lager, Anlagen, Immobilien und Maschinen

Wie kann das sein?

# Es geht ein Krebs-Geschwür um namens Goodwill

## Was ist Goodwill?

*Goodwill entsteht bei Firmenübernahmen, wenn der Kaufpreis höher ist als der Buchwert der Firma. Ohne Akquisitionen entsteht auch kein Goodwill in der Bilanz, der auf französisch treffend als «perte de fusion» bezeichnet wird. Technisch gesehen entsteht dieser Fusionsverlust, wenn der Kaufpreis höher ist als die zu Marktpreisen bewerteten Vermögenswerte abzüglich der Schulden. Die Differenz stellt das höhere Potenzial dar, das der Käufer bei der übernommenen Firma sieht, wenn er sie unter seine Kontrolle nimmt. Der Goodwill bleibt in der Bilanz und kann nach internationaler Regelung nur dann reduziert werden, wenn sich die ursprüngliche Einschätzung des genannten Potenzials als zu hoch erweist.  
NZZ 2013 «Luft aus der Bilanz ablassen»*

**Wir reden nicht vom «guten Goodwill», der Know How und Fähigkeiten verkörpert; dieser darf gar nicht bilanziert werden, wir sprechen ausschliesslich von «schlechtem Goodwill», stammend aus zu teuer bezahlten Firmenübernahmen!**

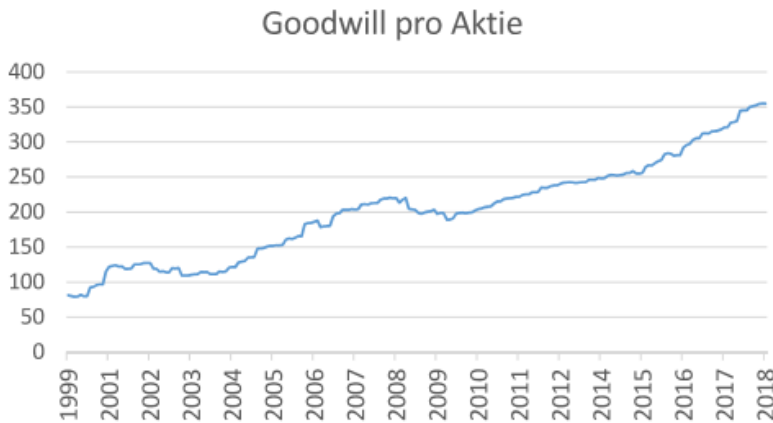
## Wie ist es zu interpretieren?

- Goodwill ist im besten Fall heisse Luft
- Es ist absurd, dass das «höhere Potenzial (), das der Käufer bei der übernommenen Firma sieht, wenn er sie unter seine Kontrolle nimmt» bilanziert werden sollte, schliesslich wird generell das unternehmerische Knowhow einer Firma nicht bilanziert, denn es sollte sich in risikoadjustiert überlegenen Renditen manifestieren, und damit im P/E, nicht in immateriellen Vermögensteilen
- Im schlechten Fall ist Goodwill eine Manipulierung der Bilanz wenn das Ziel ist, höhere Eigenkapitalien zu zeigen als effektiv da sind
- Per Saldo ist es ein technischer Kniff, Übernahmen zu überhöhten Preisen zu begünstigen, ein lukratives Geschäft in Zeiten hoher Liquidität, tiefer Zinsen und wenig renditeträchtigen originärer Investitionen in saturierten Gesellschaften

## Ist das ein Problem?

- In konjunkturell guten Zeiten bei Optimismus im Aktienmarkt kaum
- Wenn die Wirtschaft und die Märkte drehen, dann könnte das Problem fiktiver Eigenkapitalien allerdings vernichtend werden
- Speziell wenn diese fiktiven Eigenkapitalien substantiell sind
- Wir empfehlen dringend, bei der Analyse von Aktien und Bonds (1) Goodwill komplett vom Eigenkapital zu subtrahieren, (2) jeglichen Goodwill-Aufbau von den Gewinnen abzuziehen und (3) je nach der Höhe von Goodwill/EK komplett von einer Investition abzusehen

# Das Goodwill-Problem artet aus



## Der Goodwill wächst rasant

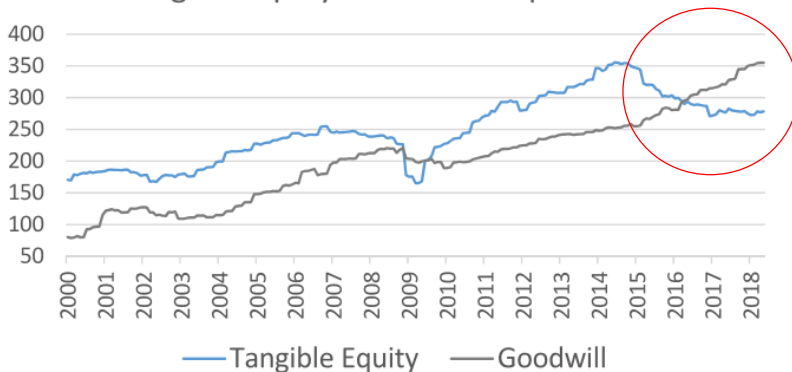
- Wir reden hier nicht von «gutem Goodwill» wie Patente etc. Diese dürfen gar nicht bilanziert werden
- Wir reden von Akquisitions-Goodwill, also zu teuer bezahlten Käufen, fiktives Eigenkapital
- Goodwill darf in den USA gem. GAAP nicht mehr planmässig, über die Zeit gestaffelt abgeschrieben werden, sondern muss jedes Jahr auf Werthaltigkeit überprüft werden
- Das gibt den Unternehmen viel Spielraum: Wer zu wenig Goodwill abschreibt, der bläst die Gewinne auf: Dem Moral Hazard ist damit Tür und Tor geöffnet

In jedem ETF-Anteil steckt jetzt mehr Goodwill als Tangible Equity!!!

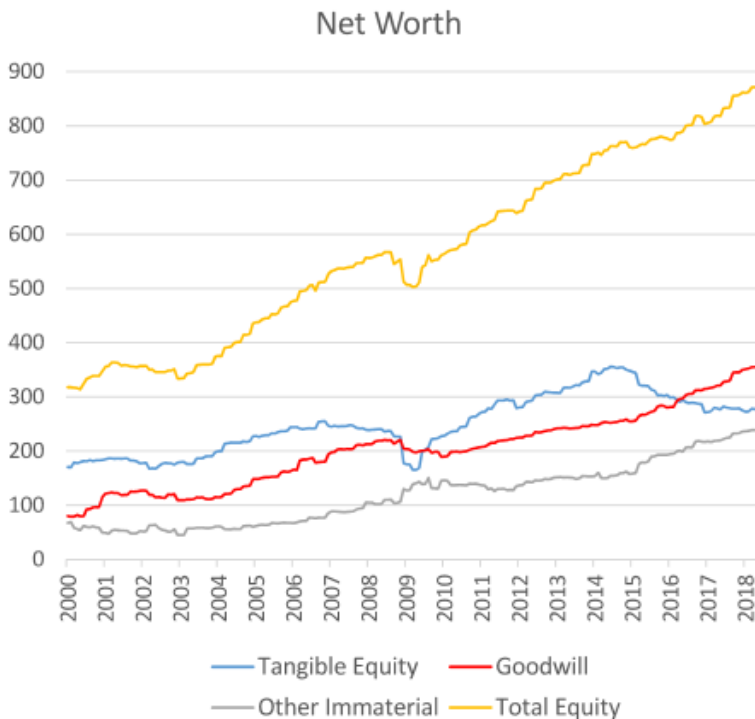
Zieht man die Schulden ab vom Vermögen, dann verbleibt mehr Goodwill als Tangibles

Damit wird aus einer «günstigen» Passivanlage eine undifferenzierte Bewertungsfall

Tangible Equity vs. Goodwill per share



# Müssen wir generell umdenken?



## Was wenn Technology-Aktien immer wichtiger werden?

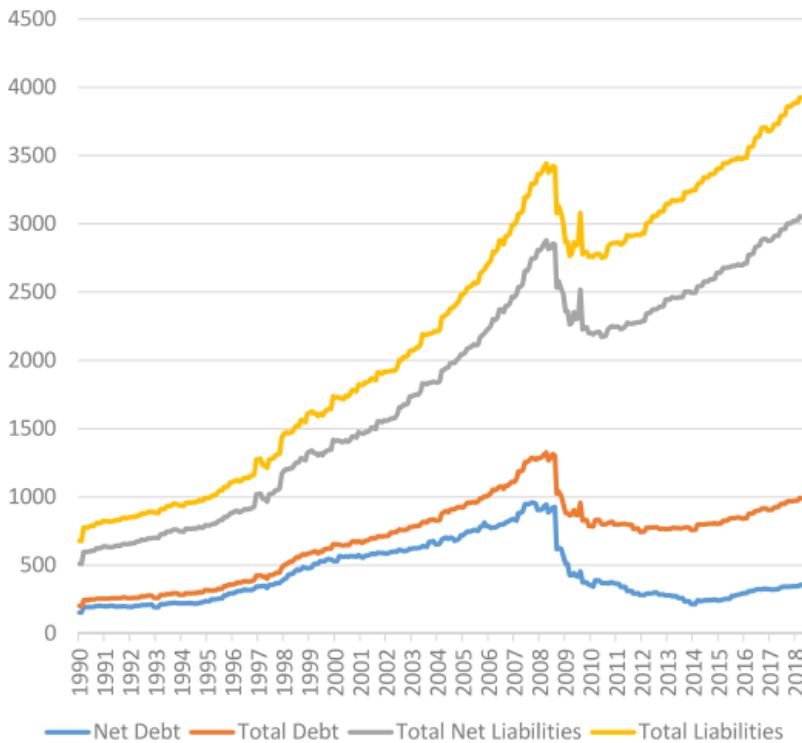
- Technologie-Aktien gelten als «Asset Lite», v.a. im Sinne von Vermögenswerten in Maschinen und Anlagen
- Konventionelle Industrie-Unternehmen im S&P500 haben eine Anlage/Maschinen-Intensität von 33% (Quelle DB), halb so viel wie vor 25 Jahren
- Man sieht bereits einen klaren Shift im Trend
- So wird Tangible Equity relativ gesehen immer unwichtiger, immaterielle Güter (ex Goodwill) immer wichtiger
- Es sind solche Firmen mit tiefem Capex, welche die Top-Positionen in den Ranglisten der ROE belegen
- Bei grossen Veränderungen wären Vergleiche, die zu tief in die Vergangenheit zurück schauen, nicht mehr zielführend
- Aber: Die Kumulation von Tech-Hypes rund um die letzten Crashes waren von einem Ähnlichen Narrativ begleitet
- **Was aber bleibt ist eine massive Goodwill-Zeitbombe**

## Verwundbarkeit der S&P500-Firmen

- Gewinne
- Substanz
- Leverage

# Schulden: Explosion

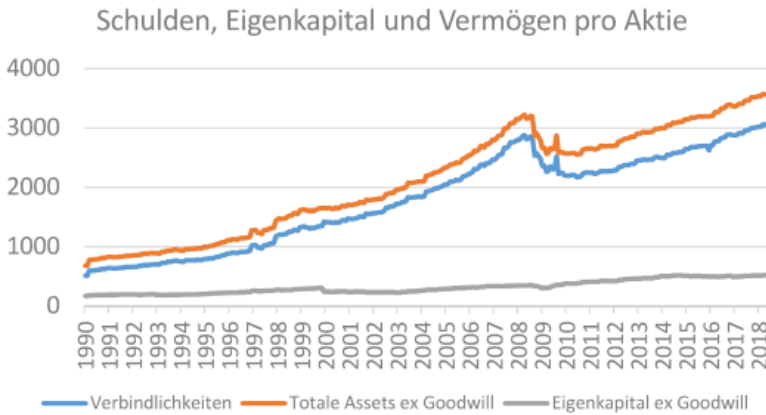
"Schulden" pro Aktie



## Die Finanzschulden sind nur eine Seite der Medaille

- Viele Marktbeobachter konzentrieren sich auf die Finanzschulden («**Debt**»)
- Diese sind –v.a. auch wenn man die kfr. Vermögen wie Cash und Wertschriften abzählt – unter dem Niveau von 2008, im Nettofall sogar unter 2000
- Schaut man aber auf die Verbindlichkeiten («**Liabilities**»), dann kommt man zu anderen Schlüssen
- Wir tendieren dazu, auf die **Gesamtverbindlichkeiten zu schauen**, und zwar auf die Bruttoverbindlichkeiten, werden doch die Cash-Bestände oft benützt für Aktienrückkäufe
- Und auf dieser Basis muss von einer **Schuldenexplosion** gesprochen werden

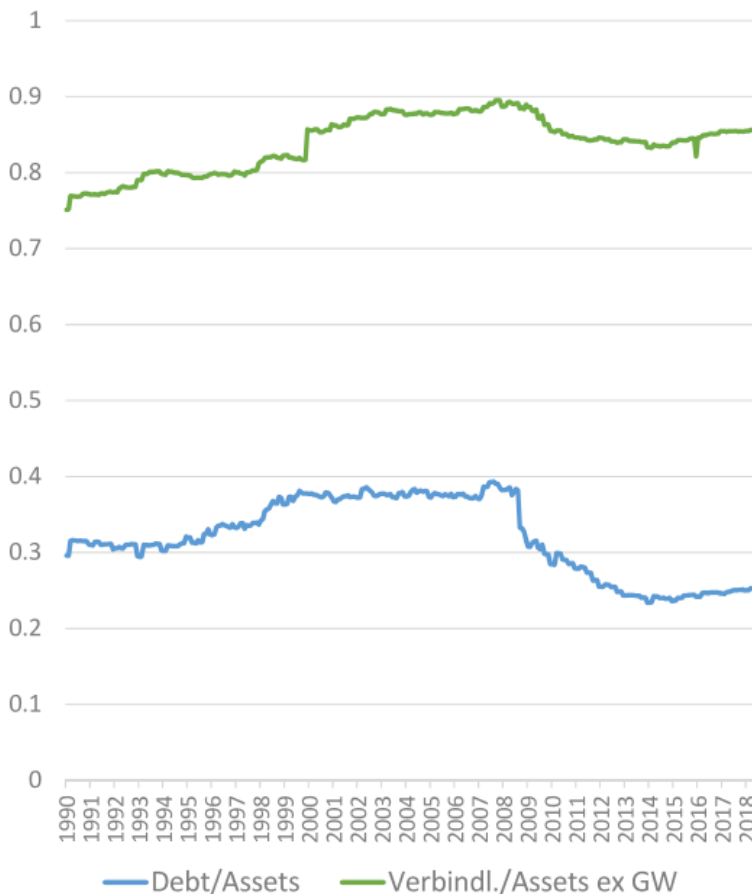
# Bilanz-Leverage: Hoch... aber nicht dramatisch?



Verbindlichkeiten steigen deutlicher als das Eigenkapital (korrigiert um Goodwill)....

- Dokumentiert an der stärkeren Steigung der Verbindlichkeiten als derjenigen des Eigenkapitals
- Bilanz-Leverage = Debt/Assets

Schuldenquote

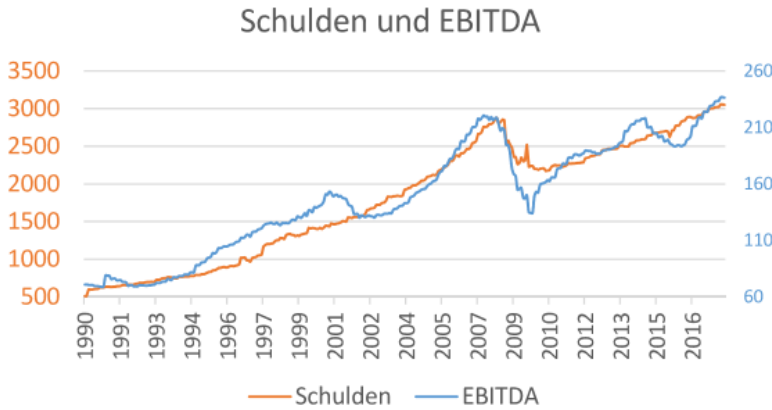


...die Schuldenquote steigt, aber nicht dramatisch

- Schauen wir zuerst auf die klassische Debt/Assets-Quote, also den Einsatz der **Finanzschulden**, dann kann man von einem **massiven De-Leverage** sprechen
- Schauen wir aber auf die **gesamten Verbindlichkeiten** und zählen wir von EK (und von den Assets) den Goodwill weg, dann sieht der **Bilanz-Leverage nicht mehr tief** aus
- Wir sind noch nicht bei 2008, haben aber bereits das Niveau von 2000 wieder erreicht

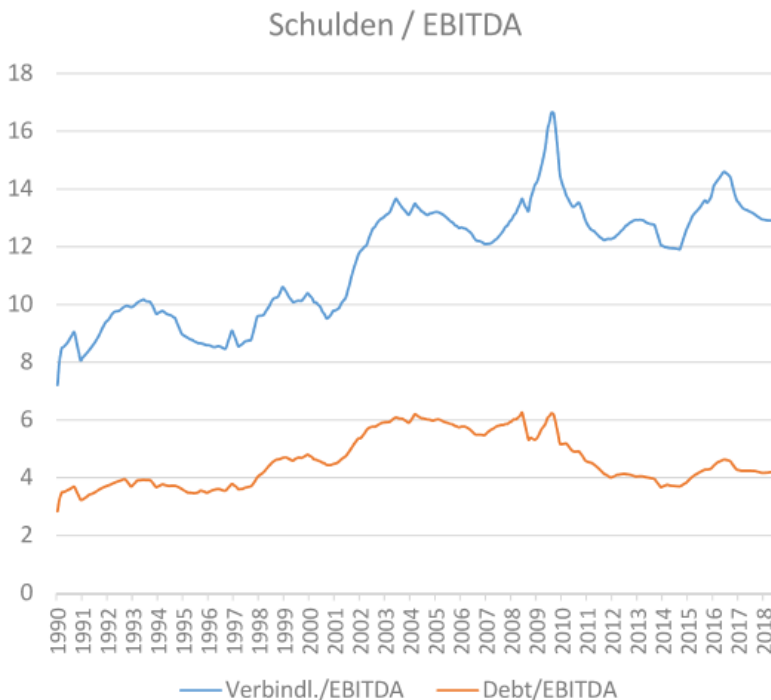
# Operating Leverage:

Hoch... aber nicht dramatisch?



## Schulden und Rohgewinne steigen

- Im Beobachtungshorizont haben sich die Rohgewinne vervierfacht, die Schulden versechsfacht
- Operating Leverage ? Debt/EBITDA



## ...die Schuldenquote steigt aber nicht dramatisch

- Schauen wir zuerst auf die klassische Debt/EBITDA-Quote, also den Einsatz der **Finanzschulden**, dann kann man von einem **massiven De-Leverage** sprechen
- Schauen wir aber auf die **gesamten Verbindlichkeiten**, dann sieht der **Operating Leverage hoch** aus
- Wir sind noch nicht bei 2008, haben aber bereits die Niveaus erreicht, die zum Aufbau der Blase 2008 geführt haben

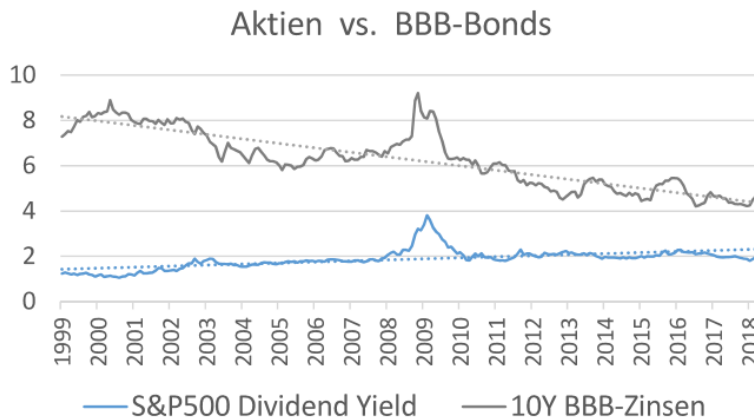
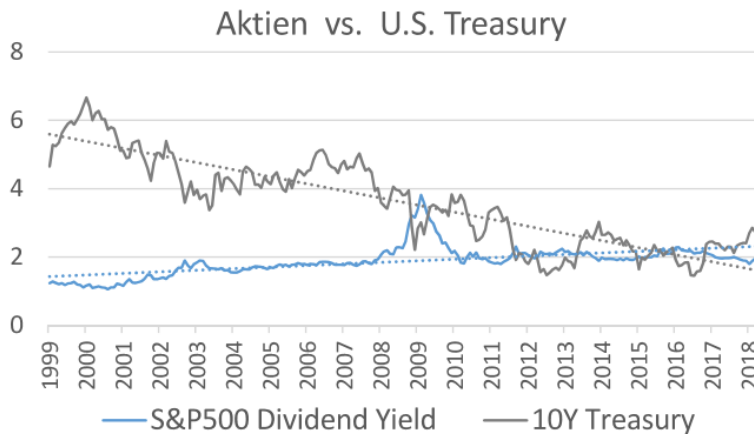
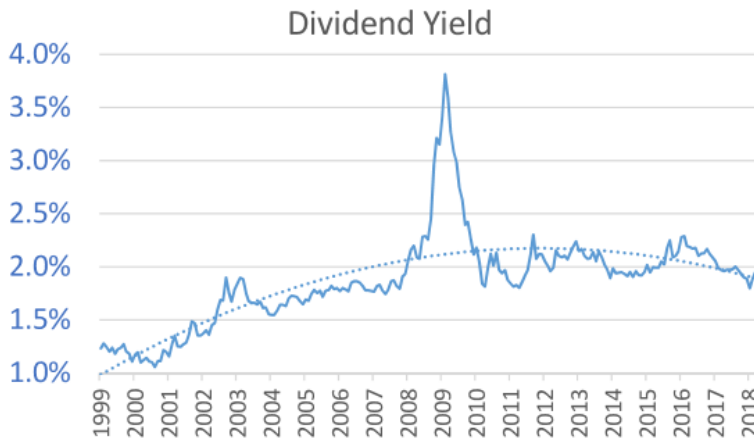


## Verwundbarkeit der S&P500-Firmen

- Gewinne
- Substanz
- Leverage
- Dividenden

# Leben die Firmen von der Substanz?

## Stabile, hohe, attraktive Dividenden-Rendite!

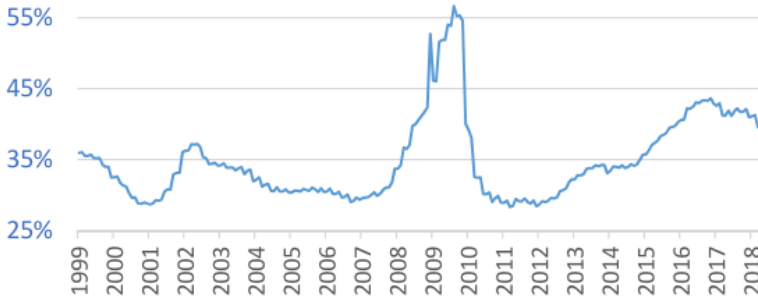


- Die Firmen bemühen sich über die Zeit stabile, berechenbare, vom kfr. Konjunkturverlauf wenig beeinflusste Cash Flows zu liefern
- Die Dividenden-Renditen sind auf einem **historisch immer noch attraktiven** Niveau...
- ...umso mehr wenn man sie mit den Zinsen vergleicht:
- Die Dividenden-Renditen sehen verglichen zu früher attraktiv aus gegenüber Treasury Bond-Zinsen..
- ..aber: Treasury-Zinsen sind jetzt wieder deutlich höher als der S&P500 Dividend Yield
- Die Dividenden sehen auch gegenüber BBB-Bonds attraktiv aus
- 10Y-BBB-Bonds «verzinsen» sich immer noch deutlich besser als Aktien, aber die Differenz in den Renditen hat sich nach und nach ermässigt
- Allerdings: in den letzten 5 Jahren war die Differenz zwischen BBB-Bonds und dem Dividend Yield des SPX stabil
- **Der Tiefpunkt der Bond-Attraktivität scheint vorbei**

# Leben die Firmen von der Substanz?

## Hohe Ausschüttungsquote: Schütten die Firmen Substanz aus?

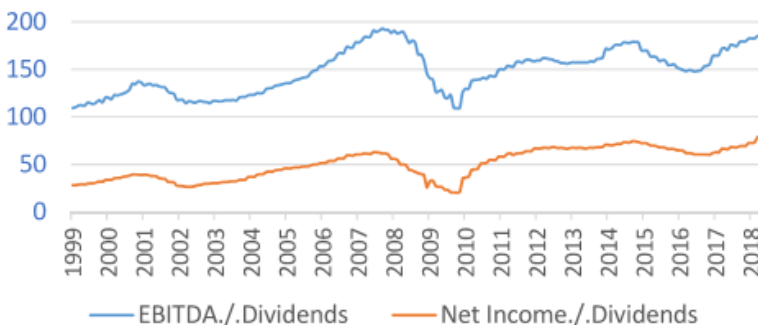
Ausschüttungs-Quote:  
Dividenden/Nettogewinn



Ausschüttungs-Quote:  
Dividenden/EBITDA



Was bleibt übrig nach Bedienung der  
Aktionäre?



### «Firmen leben von der Substanz»

- Die Ausschüttungsquote ist hoch, bezogen auf Nettogewinnen, und extrem hoch, bezogen auf Rohgewinnen
- Das heisst, um das Dividendenwachstum beizubehalten, wird die Thesaurierung reduziert

### «Firmen leben nicht von der Substanz»

- Die Gewinne sind so hoch, dass nach der Bedienung der Dividenden rekordhoch viel Geld verbleibt...
- Vor allem auf Basis Nettogewinne, aber auch auf Basis Rohgewinne

Blasenindikator:

Kann man Blasen identifizieren?

## Die 4 Aktien-Abstürze der letzten 30 Jahre:

# Kann man Blasen identifizieren?

### 8/87

Der **Schwarze Montag** am 19. Oktober 1987 war der erste Börsenkrach nach dem Zweiten Weltkrieg. Der Dow Jones fiel innerhalb eines Tages um 22,6 % (508 Punkte), was den größten prozentualen Absturz innerhalb eines Tages in dessen Geschichte darstellt

**-33%** Totalkorrektur (S&P500)

### 7/98

Mit **Asienkrise** wird die Finanz-, Währungs- und Wirtschaftskrise Ostasiens der Jahre 1997 und 1998 bezeichnet. Sie begann im März 1997 in Thailand und griff auf mehrere asiatische Staaten über, insbesondere auf viele der so genannten Tiger- und Pantherstaaten.

**-19%** Totalkorrektur (S&P500)

### 8/00

Der Begriff **Dotcom-Blase** ist ein durch die Medien geprägter Kunstbegriff für eine im März 2000 geplatze Spekulationsblase, die insbesondere die sogenannten Dotcom-Unternehmen der New Economy betraf und vor allem in Industrieländern zu Vermögensverlusten für Kleinanleger führte.

**-27%** Totalkorrektur (S&P500)

### 10/07

**Finanzkrise**

**-22%** Totalkorrektur (S&P500)

## Gibt es Gemeinsamkeiten?

Teil-Indikator auf Blasen-Niveau?

Kriterium	8/87	7/98	8/00	10/07
<b>Brutto Sozial Produkt</b>				
Aktienpreise / Wirtschaftswachstum	JA	JA	JA	JA
<b>Verkäufe</b>				
Aktienpreise / Verkäufe	n.a.	JA	JA	JA
<b>Cashflows</b>				
Aktienpreise / Net Income	JA	JA	JA	NEIN
Aktienpreise / EBITDA	n.a.	JA	JA	NEIN
Aktienpreise / Dividenden	JA	JA	JA	NEIN
<b>Leverage</b>				
Aktienpreise / (EBITDA/Gearing)-Verhältnis	n.a.	JA	JA	JA
<b>Intrinsischer Wert</b>				
Aktienpreise / Buchwert	n.a.	JA	JA	NEIN
Aktienpreise / Capex	n.a.	JA	JA	JA
Aktienpreise / Forschungsausgaben	n.a.	JA	JA	JA
<b>Geldmengen</b>				
Aktienpreise / M1	JA	JA	JA	JA
Aktienpreise / M2	JA	JA	JA	JA

Das Verdikt ist gleichzeitig ausserordentlich eindeutig, und auch nachvollziehbar:

Sämtliche Krisen der letzten 30 Jahren waren charakterisiert von

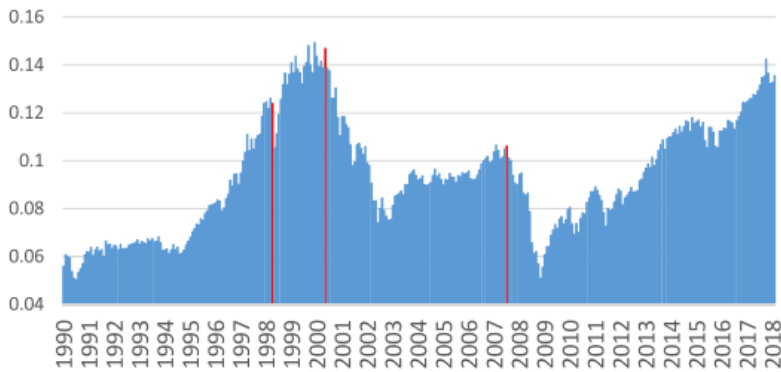
1. Abkopplung der Aktienpreise von der Wirtschaftsleistung
2. Abkopplung der Aktienpreise von den Cash Flows
3. Hohem Leverage
4. Blase in der intrinsischen Bewertung



## Unsere Modellbausteine für den Blasen-Indikator

Analyseperiode: Längste gemeinsame Datenbasis: April 1990-Aktuell

## P/BIPnom



Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

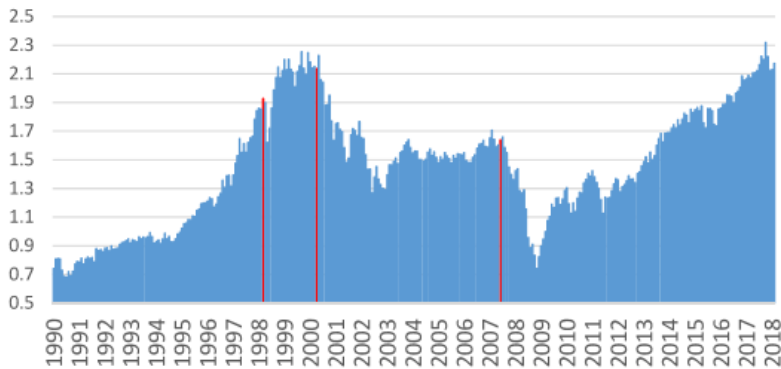
## Preis / Nominales BIP

- Über Niveau von 2007
- Unter Niveau von 2000
- Über Niveau von 1998

### Blase

Teuer  
Neutral  
Billig

## P/Sales



Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

## Preis / Verkäufe

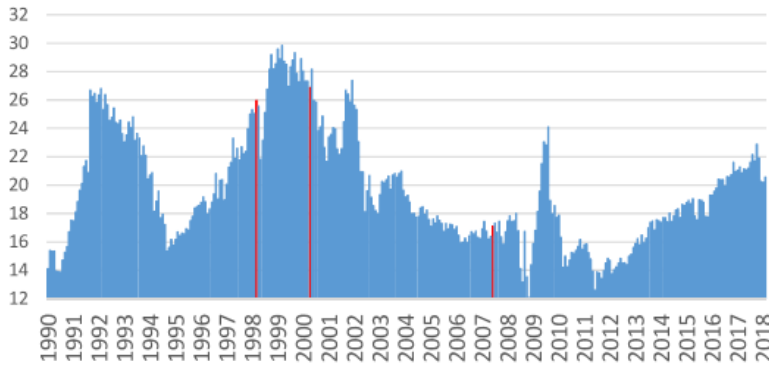
- Über Niveau von 2007
- Unter Niveau von 2000
- Über Niveau von 1998

### Blase

Teuer  
Neutral  
Billig



## P/EPS



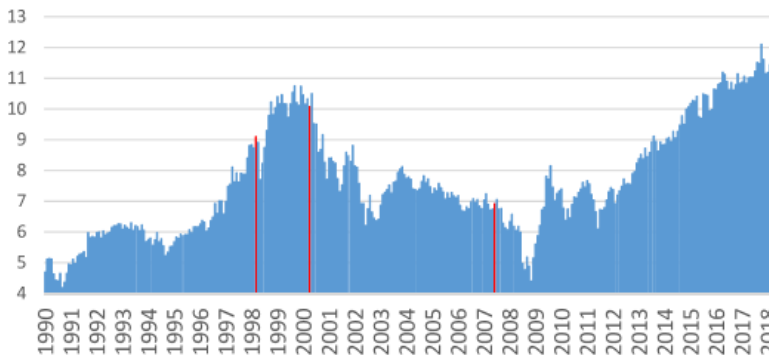
Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

## Preis / Net Income

- Über Niveau von 2007
- Unter Niveau von 2000
- Unter Niveau von 1998

Blase  
 Teuer  
 Neutral  
 Billig

## P/EBITDA



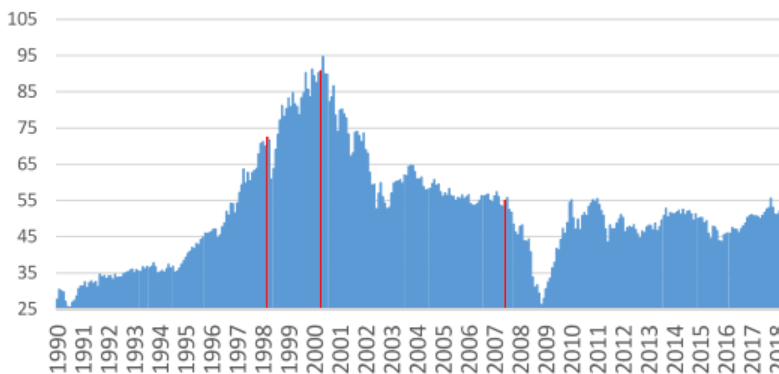
Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

## Preis / EBITDA

- Über Niveau von 2007
- Über Niveau von 2000
- Über Niveau von 1998

Blase  
 Teuer  
 Neutral  
 Billig

## P/DIV



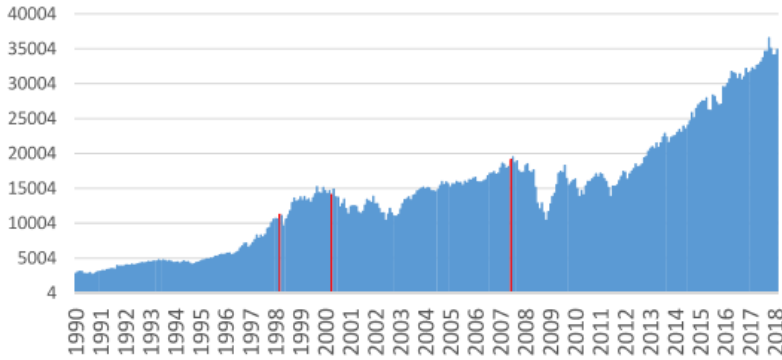
Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

## Preis / Dividenden

- Unter Niveau von 2007
- Unter Niveau von 2000
- Unter Niveau von 1998

Blase  
 Teuer  
 Neutral  
 Billig

P/(EBITDA/DEBT)



Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

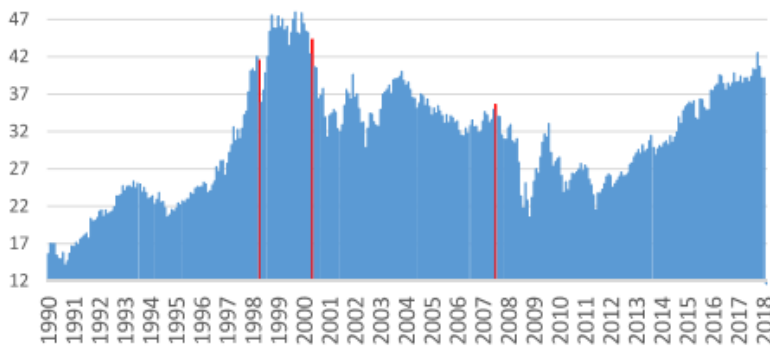
Preis / (EBITDA/Schulden)

- Über Niveau von 2007
- Über Niveau von 2000
- Über Niveau von 1998

**Blase**

Teuer  
Neutral  
Billig

P/(EBITDA/GEARING)



Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

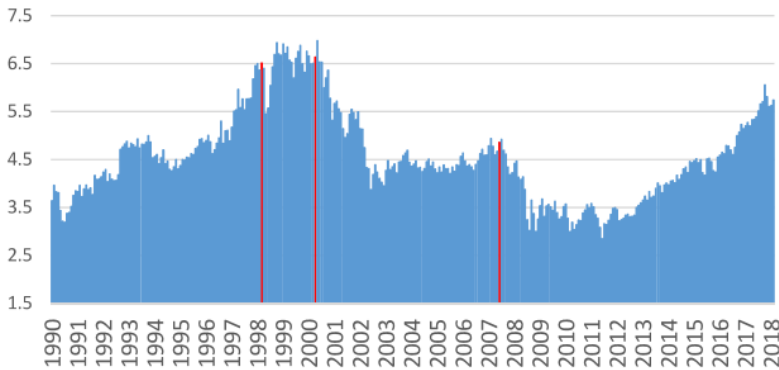
Preis / (EBITDA/Gearing)

- Über Niveau von 2007
- Unter Niveau von 2000
- Unter Niveau von 1998

**Blase**

Teuer  
Neutral  
Billig

## P/BOOK-Goodwill



Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

## Preis / Buchwert (ex Goodwill)

- Über Niveau von 2007
- Unter Niveau von 2000
- Unter Niveau von 1998

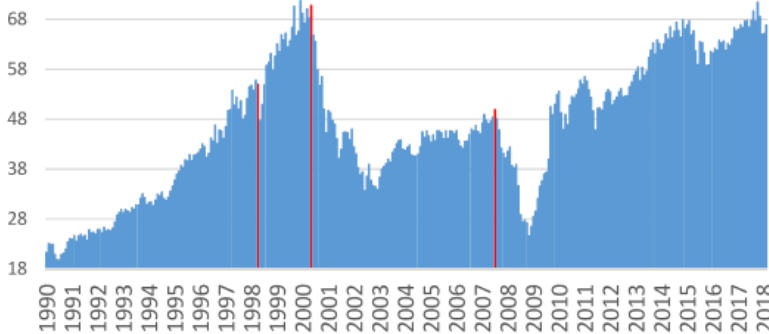
**Blase**

Teuer

Neutral

Billig

## P/R&D



Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

## Preis / Forschung & Entwicklung

- Über Niveau von 2007
- Unter Niveau von 2000
- Über Niveau von 1998

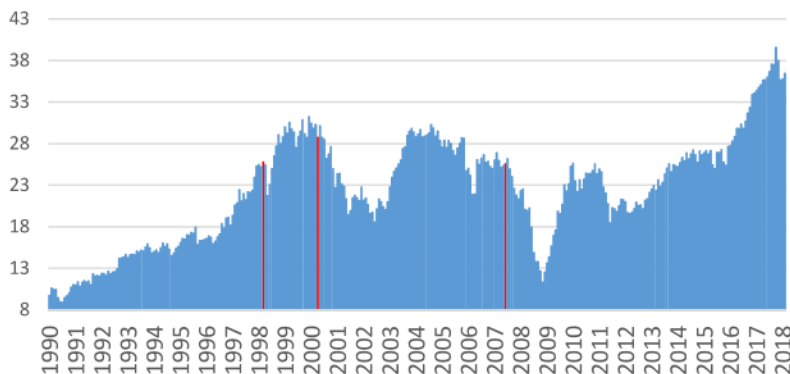
**Blase**

Teuer

Neutral

Billig

## P/CAPEX



Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

## Preis / Capex

- Über Niveau von 2007
- Über Niveau von 2000
- Über Niveau von 1998

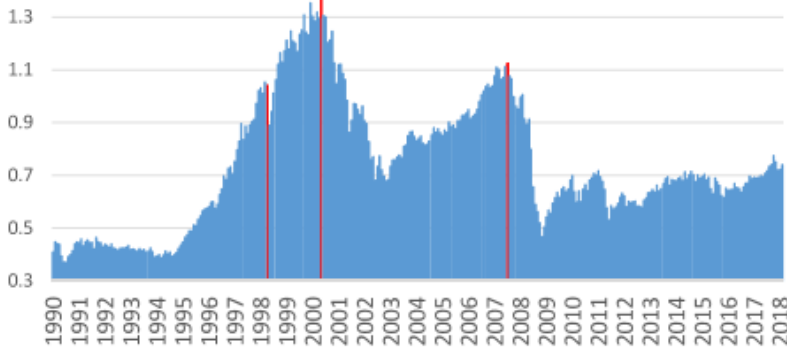
**Blase**

Teuer

Neutral

Billig

## P/M1



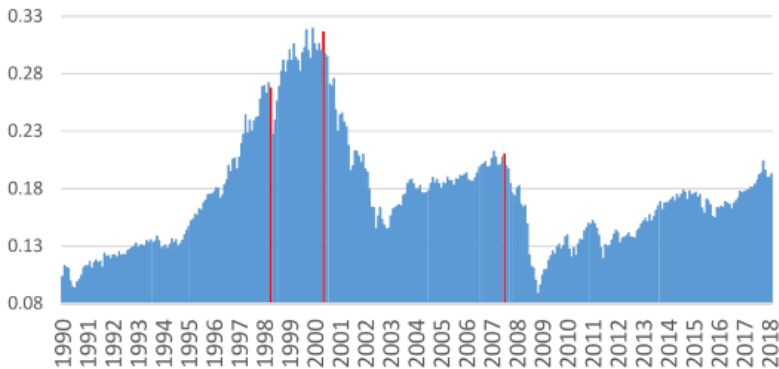
Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

## Preis / M1

- Unter Niveau von 2007
- Unter Niveau von 2000
- Unter Niveau von 1998

Blase  
**Teuer**  
 Neutral  
 Billig

## P/M2



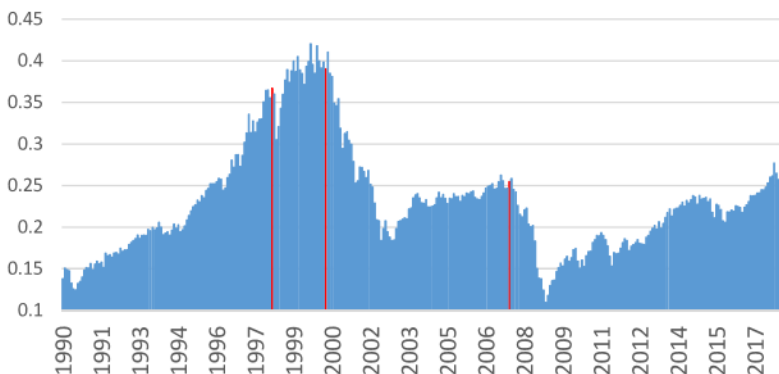
Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

## Preis / M2

- Unter Niveau von 2007
- Unter Niveau von 2000
- Unter Niveau von 1998

Blase  
**Teuer**  
 Neutral  
 Billig

## P/(M2-M1)



Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

## Preis / (M2-M1)

- Beim Niveau von 2007
- Unter Niveau von 2000
- Unter Niveau von 1998

Blase  
**Teuer**  
 Neutral  
 Billig

Teil-Indikator auf Blasen-Niveau?

Kriterium	8/87	7/98	8/00	10/07	Aktuell
<b>Brutto Sozial Produkt</b>					
Aktienpreise / BIP	JA	JA	JA	JA	JA
<b>Verkäufe</b>					
Aktienpreise / Verkäufe	n.a.	JA	JA	JA	JA
<b>Cashflows</b>					
Aktienpreise / Net Income	JA	JA	JA	NEIN	NEIN
Aktienpreise / EBITDA	n.a.	JA	JA	NEIN	JA
Aktienpreise / Dividenden	JA	JA	JA	NEIN	NEIN
<b>Leverage</b>					
Aktienpreise / (EBITDA/Gearing)	n.a.	JA	JA	JA	JA
<b>Intrinsischer Wert</b>					
Aktienpreise / Buchwert	n.a.	JA	JA	NEIN	JA
Aktienpreise / Capex	n.a.	JA	JA	JA	JA
Aktienpreise / F&E	n.a.	JA	JA	JA	JA
<b>Geldmengen</b>					
Aktienpreise / M1	JA	JA	JA	JA	NEIN
Aktienpreise / M2	JA	JA	JA	JA	NEIN

Vor der Gewichtung:

- In den Blasen 98 und 00 waren alle 11 Teil-Indikatoren in der Blase
- In der Blase 2007 waren 7 Teil-Indikatoren in der Blase
- Aktuell sind 7 von 11 Bereichen in der Blase
- Darunter der wichtige Bruttogewinn, Wirtschaftsleistung, Substanz und Umsatz
- Von den restlichen 4 sind 3 Teuer und 1 Neutral, kein Bereich ist Billig

## Die Zusammensetzung unseres Blasenindikators

Gewichte:

### **Gewinne 30%**

Nettogewinne:	12%
EBITDA:	12%
Dividenden:	6%

### **Wirtschaft 10%**

Nominales BIP:	10%
----------------	-----

### **Aktivität 5%**

Verkäufe:	5%
-----------	----

### **Verschuldung 25%**

Leverage:	12.5%
Schulden:	12.5%

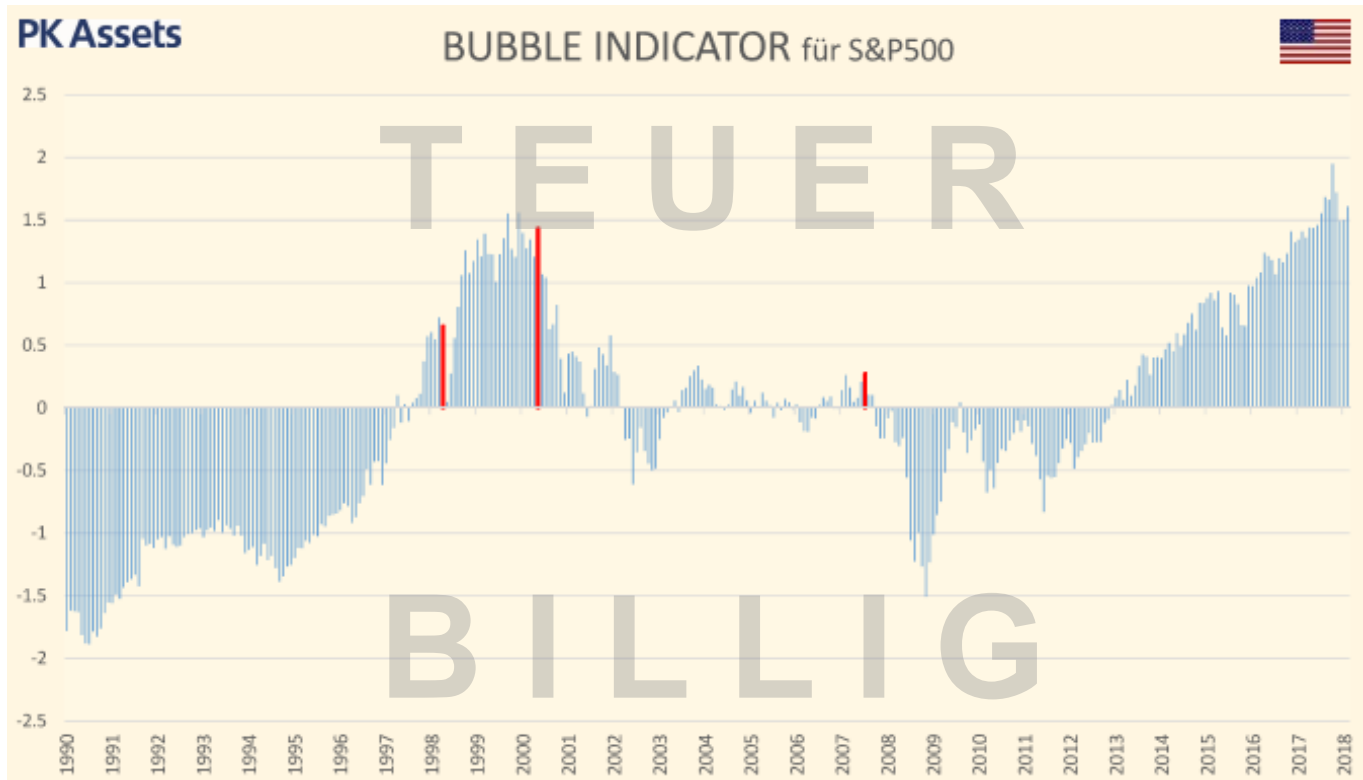
### **Substanz 25%**

Buchwert:	12.5%
F&E:	6.25%
Capex:	6.25%

### **Geldmenge 5%**

M1:	2.5%
M2:	2.5%

# Blasen-Indikator: Fazit



Die roten Balken zeigen die Monate unmittelbar vor dem folgenden Aktien-Crash

Blase!

Auf Niveau Dot Com

# «Bei diesen tiefen Zinsen müssen die Leute doch Aktien kaufen»

## Ändert sich die Bewertung, wenn wir das Modell anpassen?

- Gewinn- und Dividendenrenditen von Aktien werden auch gegen die Zinsalternativen verglichen
- Schulden wiegen weniger schwer, wenn die Schuldzinsen tiefer sind
- Zinsen können vielerorts die NPVs der Verbindlichkeiten von Vorsorgewerken nicht mehr decken
- Nicht nur können Zinsprodukte die Renditeanforderungen von PK und Versicherungen kaum mehr decken, sie sind zudem zunehmend risikobehaftet

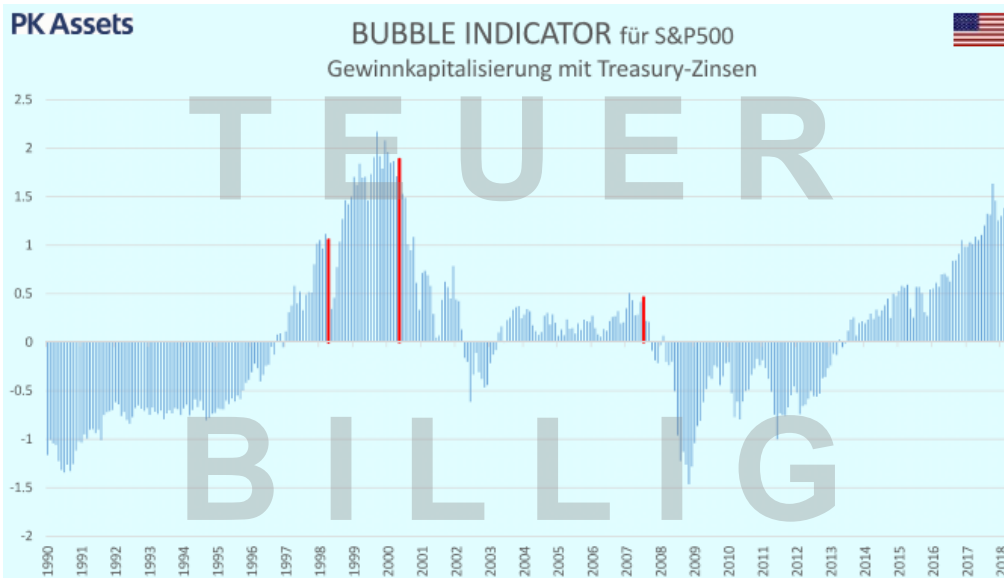
## Wir bauen die Zinslandschaft wie folgt in den Blasen-Indikator ein:

- Wir kapitalisieren die Gewinne und die Dividenden mit den U.S. Treasury-Zinsen bzw. mit den BBB-Zinsen
- Sonst belassen wir das Modell

## Wird die aktuelle Bewertung neutraler?



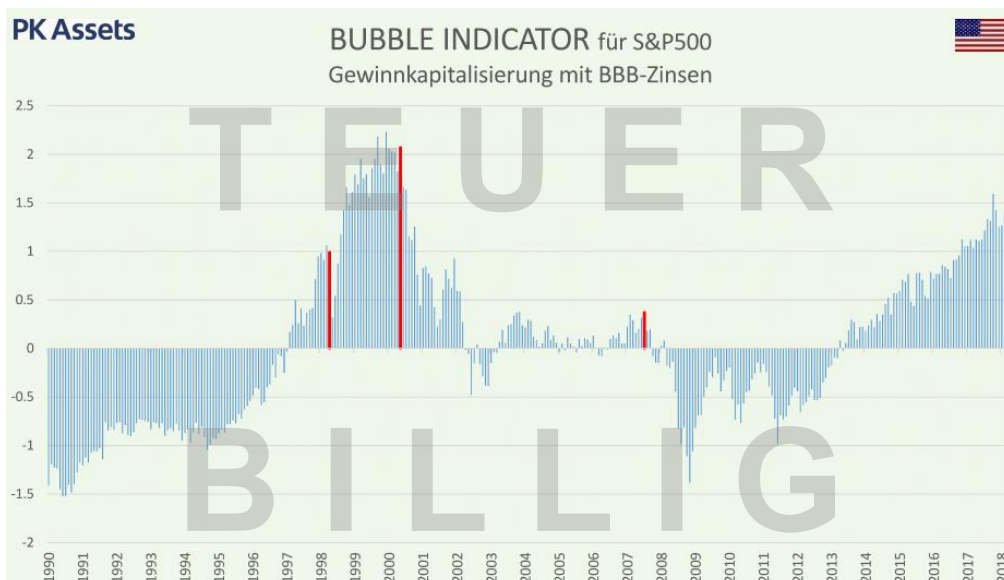
# Blasen-Indikator incl. Berücksichtigung Zinslandschaft: Fazit



Kapitalisiert mit Treasury-Zinsen

Auch wenn wir die Gewinne mit den Zinsen kapitalisieren:

Nur in der Dot-Com-Ära war der Blasenindikator höher



Kapitalisiert mit BBB-Zinsen

Wir freuen uns auf Ihr Feedback auf [j.lutz@pkassets.ch](mailto:j.lutz@pkassets.ch)