



Erste Bank Analysten: Von CEE-Aktienbörsen sollte man im 2. Quartal am besten in Österreich und Polen auf bessere Zeiten warten

07.04.2008

Die Börsen bleiben auch weiterhin volatil, Gewinnmitnahmen sind an der Tagesordnung
Die CEE-Volkswirtschaften halten ihren Wachstumsvorsprung gegenüber dem Westen, Abkopplung von US-Markt ist ihr Hauptvorteil
In SEE sollte Rumänien als erstes Land von einer breit angelegten Erholung profitieren

Die Erste Bank Analysten melden, dass sich ihr Szenario für 1Q bestätigt hat. Aus den Jahresberichten der Banken für 2007 ergibt sich bereits ein deutlicheres Bild der aus der US-Hypothekenkrise resultierenden Verluste. Dieser „Berichterstattungseffekt“ könnte nun aber allmählich in den Hintergrund treten, wenngleich es Hinweise darauf gibt, dass auch die Zahlen für das erste Quartal 2008 noch für Aufregung sorgen könnten. Jetzt werden eher Spekulationen über eine Rezession in den USA und Ängste vor einem Übergreifen der Probleme auf die Realwirtschaft global für Schlagzeilen sorgen.

„Wir glauben nicht, dass sich auf den Märkten schon eine Bodenbildung abzeichnet und erwarten noch eine Zeit lang erhöhte Volatilität sowie rasche Gewinnmitnahmen. Die Nervosität sollte sich jedoch allmählich legen. Im besten Fall wird eine Abkopplung von der US-Wirtschaft zu einem interessanten Thema für die Märkte“, meint Henning Esskuchen, Co-Head CEE Equity Research der Erste Bank. „Wir bleiben dabei, dass die Märkte Zentral- und Osteuropas ihren deutlichen Wachstumsvorsprung gegenüber den westlichen Märkten halten werden. Dieser Umstand sollte sich in einem Abkopplungsszenario als Vorteil erweisen“, so Esskuchen.

Analysten der Erste Bank erklären, der jüngste ZEW/Erste-Bank-Stimmungsindikator zeige eine eher günstige Einschätzung der aktuellen Lage. Die Umfrageteilnehmer erwarteten sowohl für den Euroraum als auch für Zentral- und Osteuropa eine Verbesserung des Konjunkturausblicks. Zwar rechnen die meisten Teilnehmer mit einem leichten Rückgang bei Fusionen und Übernahmen, aber immerhin 20% erwarten eine Zunahme. Rumänien und Polen wurden als die attraktivsten Zielmärkte genannt. Aus Investorenperspektive lag Deutschland an der Spitze und Österreich knapp dahinter, was die nahtlose Einbindung Österreichs in die CEE-Wachstumsstory bestätigt.

Die Erste Bank Analysten erwarten auf den Märkten eine gewisse Bodenbildung, danach jedoch keine sofortige Kursrallye. Ihrer Meinung nach sollte das zweite Quartal von anhaltenden Seitwärtsbewegungen gekennzeichnet sein. Sie empfehlen den Anlegern sich an Liquidität und Größe zu orientieren.

Eine Positionierung für die zweite Jahreshälfte – bis dahin sollten sich die Märkte etwas beruhigt haben – sollte aber bereits jetzt überlegt werden. „Österreich und Polen eignen sich zum Abwarten am besten. In SEE würden wir vorsichtig bleiben. Sobald die Investoren aber wieder bereit sind auch in kleinere Märkte hineinzugehen, wird Rumänien als erstes Land von einer breiteren Erholung profitieren. Was Russland und die Türkei betrifft, muss die Risikoaversion erst noch viel stärker abklingen, bevor diese Märkte wieder günstig erscheinen“, so Esskuchen.

Auf den CEE-Märkten wird eine Dämpfung des Wachstums erwartet, doch sollte diese weitgehend entsprechend dem zu Ende gehenden Konjunkturzyklus verlaufen. Österreich und Polen werden mit Übergewichten bewertet.

Das für **Österreich** für die kommenden 12 Monate geschätzte KGV (10) liegt deutlich unter dem historischen Durchschnitt (12,9). Die aktuelle Differenz zwischen der Referenzrendite und den Gewinnrenditen (5,9) liegt weit über dem historischen Durchschnitt von 3,4, was eine etwas überzogene Risikoprämie für österreichische Aktien bedeutet. Die aus CEE auf den österreichischen Markt wirkende Wachstumsdynamik wird attraktiv bleiben. Verglichen mit anderen CEE-Märkten mag **Polen** mit einem KGV von 15,4 auf Basis der Gewinne 2008 etwas „teuer“ erscheinen. Die Risikoprämien für Aktien liegen ebenfalls auf etwa durchschnittlichem Niveau. Unter den gegenwärtigen Bedingungen bleiben Liquidität und Größe überzeugende Argumente. Polen liegt mit einem durchschnittlichen Tagesumsatz von EUR 253 Mio (Einzelzahlung) 2007 hinter Österreich an zweiter Stelle. Unter der Annahme einer Bodenbildung im 2. Halbjahr könnte die Markttiefe als zusätzliches Argument gewertet werden, da auch Werte aus der zweiten Reihe – Small und Mid-Caps - gute Möglichkeiten bieten. Da der Gesamtmarkt eine Trendwende vollzieht, wäre **Ungarn** mit Übergewichten zu bewerten, doch ist im aktuellen Umfeld Vorsicht angesagt.

Eine niedrige Gewichtung des **tschechischen Markts** erscheint unter den derzeitigen Marktbedingungen gerechtfertigt, da es angesichts der volatilen Börsen empfehlenswert ist sich an große Werte zu halten. **Slowenien** und **Kroatien** sind nach wie vor die am anspruchsvollsten bewerteten Märkte. Die örtlich verfügbare Liquidität sollte die Kurse von Zeit zu Zeit steigen lassen, doch ist den Investoren bei der aktuellen Risikoaversion von einem Engagement abzuraten, auch wenn sich ein paar Chancen für selektive Einzeltitelauswahl ergeben können (Krka, Gorenje).

Für die Märkte **Südosteuropas** bestehen weiterhin Chancen für selektive Einzeltitelauswahl, doch ist im Markt insgesamt noch viel Phantasie eingepreist - und Phantasie lässt sich derzeit nicht gut verkaufen.

An der notorisch hochpreisigen **rumänischen** Börse sind die Aufschläge weitgehend geschrumpft. Das KGV liegt

nun bei 13,2 und 9,5 auf Basis der Gewinne 2008 bzw. 2009. Zugegebenermaßen geht das Land Risiken ein (Stichwort Leistungsbilanzdefizite, entsprechende Auswirkungen auf die Währung etc.), doch erscheinen diese Risiken für einen Markt in diesem Entwicklungsstadium annehmbar und wären auch in einem anderen Umfeld akzeptabel. Die ausländischen Direktinvestitionen decken das Leistungsbilanzdefizit jedoch weitgehend ab und werden mittel- bis langfristig zu Ertrags- und Exportsteigerungen beitragen.

Die niedrige Bewertung der **türkischen** Aktien ist vor dem Hintergrund der Wachstumsraten und der für den Markt erwarteten negativen Renditen zu sehen. Insgesamt ist der Markt neutral zu gewichten.

Für Russland gilt praktisch Ähnliches wie für die Türkei: eine eher neutrale Gewichtung. Der Wechsel im Präsidentenamt verlief glatt, das angekündigte politische Programm klingt unternehmerfreundlich. Solange die Unsicherheit andauert, könnten Investitionen in Rohstoffe eine Option bleiben (wobei angenommen wird, dass Rezessionsängste die Stimmungslage nicht massiv beeinflussen werden).

CEE Equity Strategy 2.Q 2008 [pdf; 1,3 MB]

CEE Equity Strategy 2Q 2008 Outlook 2008 [ppt; 533,0 KB]