

Die Spreu vom Weizen trennen: CEE als eine wertorientierte Investition

[Zurück](#)

07.07.2010

- CEE bleibt eine Investition in Werthaltigkeit, annehmbare Wachstumsraten inklusive
- Märkte werden von Grundstimmung getrieben, aber zunehmende Differenzierung zwischen CEE und hoch verschuldeten Ländern
- Risikofreude der CEE-Anleger nimmt ab; Aktien mit Kurszielen weit über dem aktuellen Kurs werden bevorzugt

Die brennende Frage, „Ist mit einer W-förmigen Rezession zu rechnen?“, wird von den Analysten der Erste Group verneint. Dennoch weisen diese darauf hin, dass ein Abwärtsrisiko auch weiterhin besteht. Die Märkte sind extrem nervös und die Erfahrung aus der Vergangenheit zeigt, dass einige Zeit vergehen kann, bis sich die besser werdenden Fundamentaldaten bemerkbar machen. In diesem Zusammenhang präsentiert sich CEE, gemessen an den Bewertungen und den Aussichten, derzeit als eine Investition in Werthaltigkeit. Während sich zahlreiche Länder weltweit in einer Zwickmühle befinden – wie die hohe Verschuldung reduziert werden soll, ohne das Wachstum zu gefährden – ist CEE in der glücklichen Lage, sich nicht mit steigenden Schuldenbergen beschäftigen zu müssen. Die Wachstumsraten scheinen insgesamt etwas abzuflachen. Das erscheint aber nach dem hohen Wachstum in der direkten Erholungsphase als natürlich. Im Großen und Ganzen liegt das Wirtschaftswachstum in CEE auch bei stagnierenden oder selbst rückläufigen Wachstumsraten noch immer in vernünftigen Bandbreiten.

Gegenwärtig werden die Märkte von der Marktstimmung getrieben, was wahrscheinlich zu heftigeren Reaktionen führt als die Fundamentaldaten rechtfertigen würden (wie wir bereits im Vorjahr gesehen haben). Überreaktionen in beide Richtungen bestimmen das Marktgeschehen. „Die gute Nachricht ist, dass die Märkte – nach einer Phase, in der CEE-Länder extrem stark mit schwer verschuldeten PIIGS-Ländern verglichen wurden – langsam zu differenzieren beginnen. Das ist vielleicht noch nicht der Ausweg aus der aktuellen Stimmungsfalle, aber zumindest ein Schritt in die richtige Richtung. Eine Trennung der Spreu vom Weizen ist damit getan“, erklärt Henning Esskuchen, Co-Head CEE Equity Research.

Im 2Q bauten die Anleger in der CEE-Region ihre riskanten Positionen deutlich ab; bei hochriskanten Aktien und Small Caps kam es dadurch zu einer Underperformance. Wie die Kursdynamik zeigt, betrafen die Verkäufe vor allem Aktien, die in den Monaten zuvor hohe Gewinne verzeichnet hatten. Unternehmen mit starkem Umsatz- und Gewinnwachstum hingegen setzten ihre überdurchschnittliche Performance fort. Empfehlungen spielten auch im 2Q eine erhebliche Rolle: Aktien mit hohen Kurszielen erzielten die höchsten Gewinne (+13%), während Kauf- vs. Verkauf-Empfehlungen unterdurchschnittlich abschnitten (-4%).

CEE wird basierend auf den Bewertungen – gemessen an den Anleiherenditen – mit 22% Abschlag und damit wesentlich unter dem Niveau der westlichen Märkte gehandelt (Österreich führt mit 30% Abschlag). Die PIIGS haben für 2011 und 2012 die besseren KGVs. Dennoch sind die zugrunde gelegten Wachstumsraten (auch wenn von einem sehr niedrigen Niveau ausgegangen wird) ein gewisser Risikofaktor. Auf lange Sicht schneidet Lateinamerika gegenüber CEE aufgrund schwacher Wachstumsaussichten eher ungünstig ab. Auch Asien wird mit Aufschlag zu CEE gehandelt, wobei die Entwicklung der Bewertungen zwischen 2011 und 2012 nicht sehr beeindruckend ausfällt. Schließlich zeigt auch Afrika recht überzeugende Zahlen, allerdings dürften sich (ohne über die nötige Expertise zu dieser Region zu verfügen) in Bereichen wie Corporate Governance, etc. auch gewisse Probleme stellen.

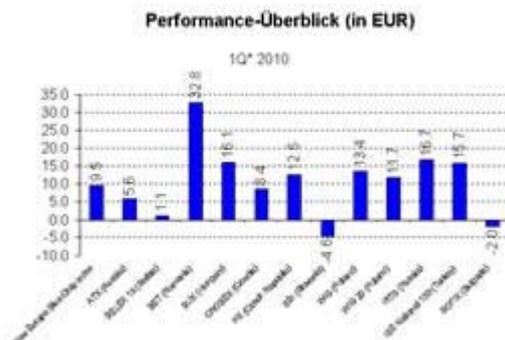
Ausblick

Wie schon in früheren Erholungsphasen der jüngsten Vergangenheit, etwa 2003-05 in Europa, outperformten

Wachstumsaktien und die Titel von Unternehmen mit zuvor stark über dem aktuellen Kurs liegenden Kurszielen auch diesmal – nach der anfänglich überdurchschnittlichen Entwicklung von hochriskanten Aktien (Volatilität, Beta, Gearing). In Zukunft werden die Anleger nach Einschätzung der Analysten der Erste Group Titel mit hohem Aufwärtspotenzial beim Kursziel bevorzugen. (Hier handelt es sich vorwiegend um Aktien mit niedrigen Bewertungen und hohem Wachstumspotenzial).

Länderallokation

Performance-Überblick (in EUR)



Österreich – neutral bis untergewichten. Das mechanische Bewertungsmodell unterstreicht die Bewertungen und das Wachstum als wichtigste negative Argumente. Wir können uns dieser Argumentation nicht anschließen, da die Bewertungen gemessen an den Anleiherenditen eine Unterbewertung um 30% vermuten lassen und die Gewinnkorrekturen nach oben zuletzt stetig zunehmen.

Polen – klingt neutral. Das Allokationsmodell der Erste Group hebt Größe als wichtigstes Argument für den polnischen Markt hervor, während die negativen Gewinnerwartungen vor allem mit dem Bewertungsniveau zusammenhängen. Ausgehend von den auf Konsensziffern beruhenden impliziten Bewertungen ergibt sich für den WIG 20 allerdings eine Unterbewertung von rund 14%. Auch die Wachstumsaussichten sind nicht großartig, aber in einem annehmbaren Bereich. Angesichts der Tatsache, dass die inländischen Anleger wieder am Markt mitmischen und dass die Gewichtung Polens in den einschlägigen ausländischen Aktienfonds gestiegen ist, muss das Modellergebnis nach Ansicht der Analysten revidiert werden.

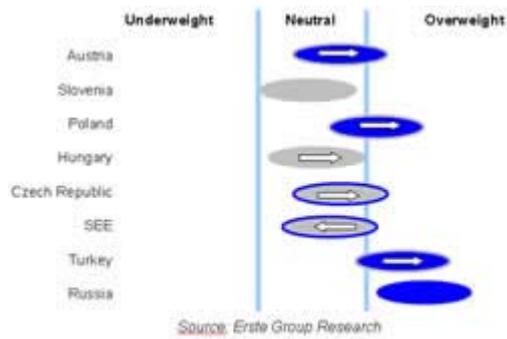
Ungarn – schwach neutral. Den wichtigsten Beitrag zu positiven Gewinnerwartungen liefert das Wachstum, der Faktor Größe hingegen hat die stärksten negativen Auswirkungen. Allerdings verbessert sich die Liquiditätslage an der Budapester Börse. Die Bewertungen sind weiterhin recht attraktiv, auch wenn allfällige Erholungserwartungen vom ungarischen Markt in der Regel schon frühzeitig eingepreist werden. Abträgliche Faktoren wie leicht rückläufige Gewinnkorrekturen und natürlich Dinge wie Bankensteuern dürften dem Markt allerdings Zügel anlegen.

Tschechische Republik – neutral. Das Wirtschaftswachstum wird vom Modell als stärkster Pluspunkt ausgewiesen, während die Liquiditätslage als Negativfaktor hervorgehoben wird. Die Bewertungen sind recht einladend und liegen gleich nach Österreich auf Platz zwei. Das Wachstum erscheint nach wie vor in Ordnung, aber die Gewinnkorrekturen zeigen ein weniger rosiges Bild.

Südosteuropa – neutral bis untergewichten. Das Modell weist Größe als den weit positivsten Faktor aus, aber dieses Argument ist nur vertretbar, wenn man davon ausgeht, dass allfällige zusätzliche Liquidität in diesen Märkten höhere Begleitwirkungen haben könnte. Die Bewertungen sind verglichen mit den historischen Durchschnittswerten nicht sehr einladend. Die makroökonomische Entwicklung stellt nach wie vor das größte Risiko dar, weil die Märkte in diesem Teil der Region die Rezession zuletzt überwinden.

Türkei, Russland – beide übergewichten. Die beiden größten Märkte in der Region dürften im Brennpunkt bleiben. Angesichts der Rohstoffabhängigkeit Russlands würde der Türkei weiterhin der Vorzug gegeben werden, auch wenn die Türkei weniger attraktive Bewertungen aufweist wie Russland und weitere politische Spannungen nicht auszuschließen sind. Dennoch haben wir uns gegen das reine Modellergebnis und die Übergewichtung Russlands entschieden.

Vorschlag für Länderallokation



Kaufempfehlungen

	Current price (LC)	Target price (LC)	Rating	MCap (EUR m)	Upside
Sopropoten AD	383.0	1,408.0	Buy	57.2	73.6%
RH	18.9	32.0	Buy	749.4	70.0%
Raffinesse International	29.7	50.0	Buy	4,593.8	68.4%
OMV	19.9	33.0	Buy	1,015.7	65.7%
OMV	24.2	39.0	Buy	7,230.3	57.0%
Pan-Engy	800.0	1,228.0	Buy	51.1	53.5%
BWT	18.5	27.3	Buy	323.2	47.4%
New World Resources	212.0	308.0	Buy	2,176.5	44.2%
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası	1.6	2.8	Buy	836.2	43.7%
Sengul	26.9	38.0	Buy	553.8	41.2%
Kvka	65.5	92.0	Buy	2,320.4	40.5%
CEDC	21.4	30.0	Buy	1,212.2	40.4%
Türk Telekomünikasyon AS	5.0	7.0	Buy	8,942.1	39.9%
Asseco Poland	53.2	73.8	Buy	920.8	39.7%
CA Tol	6.9	9.5	Buy	337.3	37.5%
Cersant	13.8	18.5	Buy	488.9	35.5%
WGHM	88.5	120.0	Buy	4,246.4	35.6%
ACE	11.8	16.0	Buy	60.1	35.5%
Astarsa Holding NV	58.8	79.2	Buy	352.7	34.7%
Kapsch Traffic Com	29.4	39.0	Buy	346.0	34.0%
Isbank	4.9	6.6	Buy	11,266.9	33.6%
Venna Insurance Group	33.5	44.5	Buy	4,283.5	33.0%
Sparinvest Immobilien	4.9	6.5	Buy	333.1	32.9%
Mostostal Warszawa	67.9	90.0	Buy	325.9	32.5%
vorstalpine	21.8	29.0	Buy	3,033.2	29.7%
conwert	8.4	10.7	Buy	677.1	28.1%
Arpella	8.6	8.4	Buy	2,260.8	27.2%
RFV	5,300.0	7,178.0	Buy	48.5	21.2%

Zurück