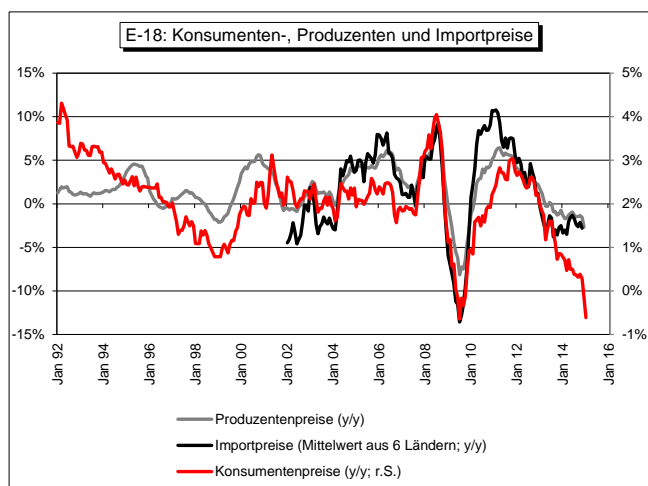


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Aktien: Fallende Preise, fallende Margen?

Nimmt der Druck auf die Margen weiter zu? Zu dieser Schlussfolgerung könnte zumindest gelangen, wer die Entwicklung der Erzeuger- bzw. Produzentenpreise verfolgt hat: Diese sind in der Eurozone im Dezember 2014 um immerhin 2,7% gegenüber dem Vorjahr gefallen, soviel wie zuletzt im Jahr 2009. International ist der Rückgang bei den Produzentenpreisen bei weitem kein Einzelfall: So fielen die Erzeugerpreise in den USA zuletzt um 0,7%, in Großbritannien um 0,8% und in China betrug das Minus 1,9% gegenüber dem Vorjahr. In der Berichterstattung spielte dies jedoch lediglich eine untergeordnete Rolle.

Dabei zählen die Produzentenpreise mit zu den wichtigsten Indikatoren, wenn es um die Gewinnentwicklung der Unternehmen geht, weil sie direkte Konsequenzen vor allem für die Umsatz- und Margenentwicklung haben können.



Unternehmen können vor allem unter Druck geraten, wenn ihre Verkaufspreise kaum von der allgemeinen Preisentwicklung abweichen. Bei einer unveränderten Produktion ergeben sich bei fallenden Erzeugerpreisen sinkende Umsätze. Bleibt die Kostenbasis überdies konstant, dann geraten auch die Marge und der Gewinn unter Druck.

Vier Faktoren bestimmen maßgeblich, ob es so weit kommt:

1. Die Angebotsstruktur: Wenig regulierte Monopole sind im Vorteil, weil deren Verkaufspreise an andere Unternehmen kaum der allgemeinen Preisentwicklung folgen müssen. Dies gilt auch für Sektoren, in denen es nur wenige Unternehmen gibt, die sich untereinander keinen Preiswettbewerb liefern.
2. Die Nachfragestruktur: Möglichst wenig Einkaufsmacht bei den Abnehmern. Dies reduziert den Druck, die Preise zu senken.
3. Das Produkt oder die Dienstleistung: Je mehr Alleinstellungsmerkmale das Produkt oder die Dienstleistung bietet, desto geringer ist tendenziell der Preisdruck. Bei den Alleinstellungsmerkmalen kann es sich um die Stärke einer Marke handeln, die es leichter macht, hohe Preise zu halten, oder etwa um Technologieführerschaft. Wenig Preis-

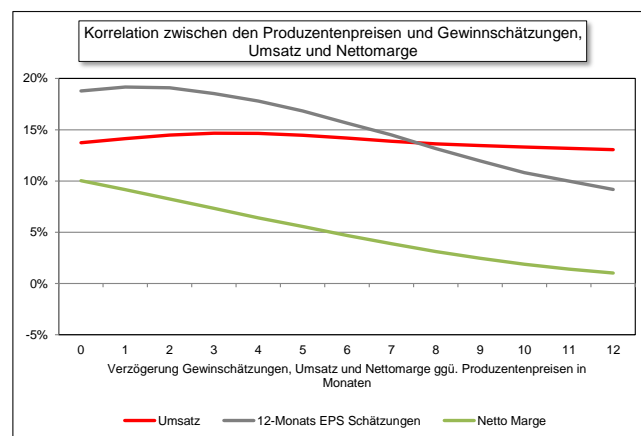
macht haben dagegen Unternehmen, die weitgehend austauschbare Güter oder Dienstleistungen anbieten.

4. Die Kosten: Je flexibler die Kosten, desto einfacher kann auf fallende Preise reagiert werden.

Diese vier Punkte werden bei einer fachgerechten Aktienselektion ohnehin beachtet. Im derzeitigen Umfeld, in dem die Erzeugerpreise in vielen Ländern der Welt mitunter deutlich rückläufig sind, muss diesem Thema jedoch noch mehr Aufmerksamkeit eingeräumt werden als in normalen Zeiten. Es gilt Unternehmen zu selektieren, deren Abhängigkeit von den Erzeugerpreisen gering ist. Wir geben an dieser Stelle einige Hinweise, wie Anleger sich grundsätzlich positionieren können.

Dazu haben wir im Rahmen einer Korrelationsanalyse die Unternehmen aus dem Stoxx 1800 Global Aktienindex daraufhin untersucht, wann und wie stark die Gewinnschätzungen, Umsätze und Margen von Unternehmen reagieren, wenn sich die Erzeugerpreise ändern. Unsere technisch interessierten Leser seien auf den Anhang verwiesen, in dem wir unsere Vorgehensweise etwas detaillierter beschreiben. Die Ergebnisse der einzelnen Unternehmen haben wir nach Sektoren zusammengefasst.

Unsere Korrelationsanalyse zeigt, dass Änderungen der Erzeugerpreise grundsätzlich die erwartete Wirkrichtung aufweisen: Die Umsätze, Gewinnschätzungen und auch die Marge steigen, wenn die Erzeuger die Preise im Mittel anheben.

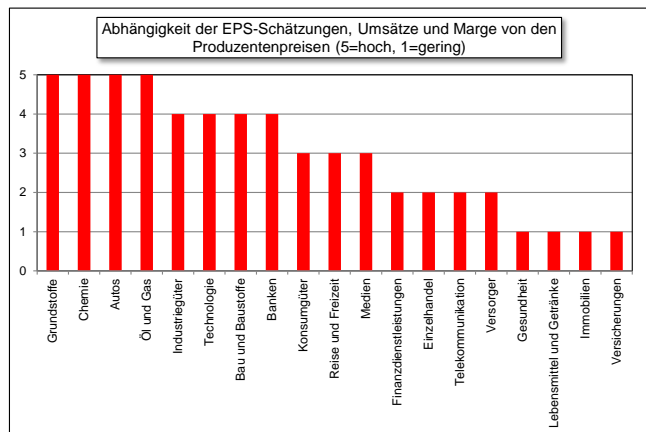


Die Korrelationen selbst fallen zwar nicht besonders hoch aus, sie sind allerdings aus unserer Sicht ausreichend hoch, um valide Schlussfolgerungen ziehen zu können. Dies gilt insbesondere, weil die Zahl der von uns analysierten Unternehmen sehr hoch ist (über 1500 Unternehmen) und die Historie im Mittel aller Zeitreihen und Unternehmen über mehr als 250 Monate reicht. Zudem sind in dieser Auswertung auch Sektoren enthalten, die bei einer reinen Sektor-Betrachtung nur einen geringen Zusammenhang zwischen Erzeugerpreisen und Gewinn, Marge und Umsatz zeigen. Wir halten dies daher für einen belastbaren Zusammenhang.

Auffällig ist, dass der Umsatz erst mit einer Zeitverzögerung von vier Monaten am stärksten auf Veränderungen der

Erzeugerpreise reagiert: Es dauert also, bis die Mehrheit der Unternehmen steigende oder fallende Preise weitergibt, nicht alle profitieren unmittelbar. Die Gewinnschätzungen reagieren nach rund zwei Monaten am stärksten auf eine Änderung der Erzeugerpreise. Bei der Marge ist die Korrelation mit den Erzeugerpreisen im selben Monat am stärksten, in den darauffolgenden zwölf Monaten nehmen die positiven Effekte steigender Preise auf die Marge kontinuierlich ab.

Bei den Sektoren fällt das Ergebnis aus unserer Sicht insgesamt nicht besonders überraschend aus: Die Unternehmenskennzahlen aus den Sektoren Grundstoffe, Chemie, Autos sowie Öl und Gas zeigen eine besonders hohe (positive) Korrelation zum Erzeugerpreis. Ebenfalls anfällig: Industrie, Technologie, Bau und Banken. Diese Sektoren sollten unseres Erachtens verstärkt im Portfolio berücksichtigt werden, wenn die Produzentenpreise steigen. Eine geringe Korrelation zwischen den Unternehmenskennzahlen und den Erzeugerpreisen zeigen dagegen die Sektoren Versicherungen, Immobilien, Lebensmittel und Getränke sowie der Gesundheitssektor. Investoren, die vor dem Hintergrund sinkender Erzeugerpreise eine Margen- und Gewinnerosion bei den Unternehmen befürchten, sollten verstärkt in diesen Sektoren investieren. Ein gewisser Konflikt besteht allerdings im derzeitigen Umfeld: Die Erzeugerpreise sind zwar rückläufig, grundsätzlich besteht aber eine Chance auf ein etwas höheres Wachstum. Unter konjunkturellen Gesichtspunkten empfiehlt sich derzeit unseres Erachtens ein ausgewogener Mix zwischen defensiven und zyklischen Titeln. Unsere Auswertung ergibt jedoch, dass die Mehrheit der zyklischen Sektoren in der Tendenz stärker unter dem allgemeinen Preisdruck leiden könnte.



Möglicherweise lässt sich dieses Dilemma jedoch lösen, indem man stärker auf die einzelnen Unternehmen schaut. Dies ist eine Aufgabe, die vor allem den Unternehmensanalysten und Portfoliomanagern zufällt. Nichtsdestotrotz wollen auch wir hier zumindest erste Ansatzpunkte geben. Wir haben auch untersucht, bei welchen Unternehmen eine sehr geringe Korrelation zwischen den Erzeugerpreisen auf der einen und Umsätzen, Margen und Gewinnschätzungen auf der anderen Seite besteht. Bei Unternehmen, wo es nur einen sehr schwachen Zusammenhang gibt, dürften vor allem unternehmensspezifische Preistrends ausschlaggebend sein. Ob diese unternehmensspezifischen Preistrends aus Investorensicht positiv oder negativ zu bewerten sind, das zeigt unsere Analyse allerdings nicht. Wir mahnen

daher ausdrücklich zur Vorsicht, dass unsere Vorselektion keinesfalls als Kaufliste zu verstehen ist. Vielmehr handelt es sich um Unternehmen, bei denen wir erwarten, dass die negative Entwicklung bei den Erzeugerpreisen keine Auswirkungen auf die Gewinnschätzungen, Margen und den Umsatz haben wird.

Unternehmen mit geringer Korrelation von Marge, Umsatz und Gewinnschätzungen zu den Erzeugerpreisen		
Rang	Internationale Titel inkl. Eurozone	Titel mit Firmensitz ausschließlich in der Eurozone
1	Bank Of Montreal	Koninklijke Vopak N.V.
2	Koninklijke Vopak N.V.	Koninklijke Boskalis
3	Crown Holdings, Inc.	Lagardere SCA
4	Ebara Corp	Atlantia S.p.A.
5	Suncor Energy	Essilor International
6	Koninklijke Boskalis	Edp - Energias De Portugal
7	Lagardere SCA	Neopost S.A.
8	Atlantia S.p.A.	Alstom S.A.
9	Essilor International	Sampo Oyj
10	Ca Inc.	Remy Cointreau S.A.
11	Nestle S.A.	Electricit De France
12	Edp - Energias De Portugal	Group Bruxelles
13	Power Financial Corp	Enel S.p.A.
14	Encana Corp	Anheuser-Busch
15	National Bank/Canada	Casino Guichard-Perrachon

Anhang:

Wir haben für die Gewinnschätzungen die 12-Monats Forward und Trailing-EPS verwendet und sie zu einer Größe zusammengefasst. Bei der Marge haben wir die Nettomarge und die operative Marge zu einer Größe zusammengefasst. Bei den Umsätzen haben wir den Umsatz je Aktie verwendet. Alle Größen wurden standardisiert. Bei den Erzeugerpreisen haben wir für die Untersuchung jeweils die Jahresveränderungsrate der Erzeugerpreise des entsprechenden Landes verwendet, also US-Erzeugerpreise für US-Unternehmen, für deutsche Unternehmen deutsche Erzeugerpreise usw. Die gemeinsame Historie aller Daten beträgt – je nach Datenverfügbarkeit – maximal 30 Jahre. Um den Gesamteffekt von Erzeugerpreisänderungen auf die Branchen zu berechnen, haben wir zunächst bestimmt, mit welcher Zeitverzögerung die Korrelation zwischen Erzeugerpreisen und Gewinnschätzungen, Margen und Umsätzen jeweils am höchsten ist. Für diesen Zeitpunkt haben wir in jeder Größe eine Rangfolge erstellt: Je höher die Korrelation, desto niedriger der Rang. Die Rangplätze für die zwei Margengrößen und Gewinnschätzungen wurden gemittelt, die Rangplätze für Umsatz, Marge und Gewinne anschließend multipliziert. Die Unternehmen mit niedrigen Rängen zeigen dementsprechend eine hohe Korrelation zwischen Erzeugerpreisen auf der einen und, Gewinnschätzungen, Margen und Umsätzen auf der anderen Seite.

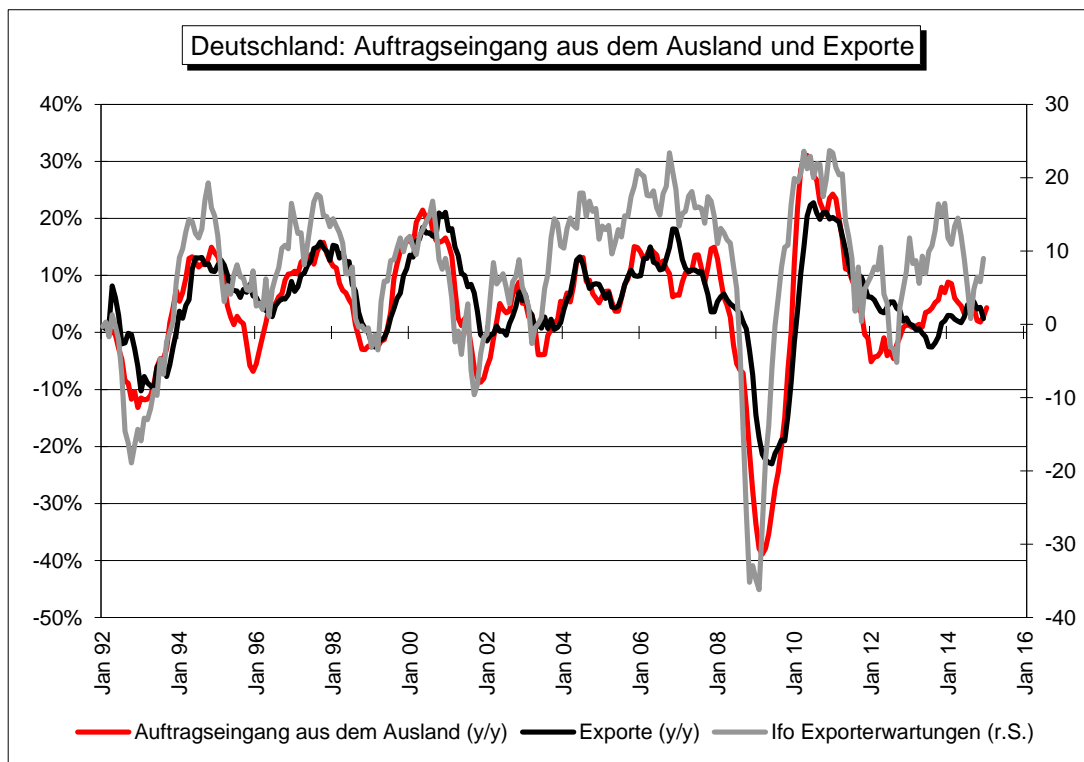
Um auf der Unternehmensseite zu zeigen, welche Unternehmen möglichst unabhängig von Erzeugerpreisänderungen sind, haben wir eine andere Vorgehensweise gewählt: Hier zählt die Abweichungen von Null. Je geringer die Korrelation ist, desto weniger reagieren die Unternehmenskennzahlen auf die Veränderungen der Erzeugerpreise. Um aussagekräftige Ergebnisse zu bekommen haben wir alle Unternehmen ausgeschlossen, bei denen es über alle Kennzahlen hinweg im Mittel weniger als 200 Beobachtungen gab.

Wochenausblick für die Zeit vom 9. bis 13. Februar 2015

	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	Jan	Veröffentlichung
D: Exporte, m/m	-5,8%	5,5%	-0,5%	-1,9%	1,7%		9. Februar
D: Exporte, y/y	1,6%	5,8%	5,0%	2,4%	5,3%		9. Februar
D: Importe, m/m	-1,3%	5,2%	-3,3%	1,6%	0,4%		9. Februar
D: Importe, y/y	-0,5%	6,4%	0,6%	2,3%	4,3%		9. Februar
D: Handelsbilanzsaldo, in Mrd €	17,4	18,6	20,8	17,7	19,0		9. Februar
D: Konsumentenpreise, m/m	0,0%	0,0%	-0,3%	0,0%	0,0%	-1,0%	12. Februar
D: Konsumentenpreise, y/y	0,8%	0,8%	0,8%	0,6%	0,2%	-0,3%	12. Februar
E-19: Industrieproduktion, m/m	-1,1%	0,5%	0,4%	0,1%	0,4%		12. Februar
E-19: Industrieproduktion, y/y	-0,6%	0,1%	1,0%	-0,3%	0,5%		12. Februar
	Q2 2014		Q3 2014		Q4 2014		
D: reales BIP, q/q	-0,1%		0,1%		0,25%		13. Februar
D: reales BIP, y/y	1,4%		1,2%		1,0%		13. Februar
E-18: reales BIP, q/q	0,1%		0,2%		0,2%		13. Februar
E-18: reales BIP, y/y	0,8%		0,8%		0,7%		13. Februar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Deutsche Industrie im Aufwind



Die deutsche Industrie scheint ihre Durststrecke hinter sich zu lassen. Nachdem sich in den vergangenen Monaten schon die wichtigsten Frühindikatoren, wie der Ifo- oder der ZEW-Index, deutlich erholt haben, kommen nun auch von der realwirtschaftlichen Seite Signale, die diese Tendenz bestätigen. So sind die deutschen Auftragseingänge im Dezember um 4,2% gegenüber dem Vormonat angestiegen. Dabei gingen sowohl aus dem Inland (+3,4% m/m) als auch aus dem Ausland (+4,8%) mehr Bestellungen ein. Besonders erfreulich ist

dabei die Tatsache, dass vor allem aus der Eurozone mehr Aufträge eingingen – und das zum zweiten Mal in Folge. Insofern sieht es so aus, als ob der konjunkturelle Tiefpunkt durchschritten wurde und sich die konjunkturelle Dynamik in der nächsten Zeit wieder verbessert. Unsere Prognose für das Wachstum des realen Bruttoinlandsproduktes in Deutschland von 1,6% lassen wir derzeit noch unverändert, aber dank des gesunkenen Ölpreises und des niedrigeren Euro könnte das Wachstum in diesem Jahr auch eine Rate von 2% erreichen.

Finanzmärkte im Überblick

	Stand	Veränderung zum			
	05.02.2015 17:52	29.01.2015 -1 Woche	02.01.2015 -1 Monat	04.11.2014 -3 Monate	31.12.2014 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	17830	2,4%	0,0%	2,6%	0,0%
S&P 500	2059	1,9%	0,0%	2,3%	0,0%
Nasdaq	4717	0,7%	-0,2%	2,0%	-0,4%
DAX	10905	1,6%	11,7%	19,0%	11,2%
MDAX	19105	2,4%	12,7%	19,2%	12,8%
TecDAX	1508	1,3%	9,1%	21,4%	9,9%
EuroStoxx 50	3409	1,1%	8,6%	12,3%	8,3%
Stoxx 50	3253	1,1%	8,7%	10,7%	8,3%
SMI (Swiss Market Index)	8544	1,3%	-4,9%	-2,0%	-4,9%
Nikkei 225	17505	-0,6%	0,3%	3,8%	0,3%
Brasilien BOVESPA	49578	3,8%	2,2%	-8,8%	-0,9%
Russland RTS	805	7,6%	1,7%	-25,4%	1,7%
Indien BSE 30	28851	-2,8%	3,5%	3,6%	4,9%
China Shanghai Composite	3137	-3,8%	-3,0%	29,1%	-3,0%
MSCI Welt (in €)	1715	0,3%	6,0%	10,6%	6,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	981	-0,2%	8,4%	6,7%	9,0%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	158,64	-8	216	728	277
Bobl-Future	130,82	12	47	268	54
Schatz-Future	111,27	4	17	30	17
3 Monats Euribor	0,06	0	-2	-3	-2
3M Euribor Future, Dez 2015	0,03	0	-1	-6	0
3 Monats \$ Libor	0,26	0	0	2	0
Fed Funds Future, Dez 2015	0,44	2	-17	34	0
10-jährige US Treasuries	1,81	6	-31	-53	-36
10-jährige Bunds	0,36	4	-14	-45	-18
10-jährige JGB	0,37	7	3	-8	3
US Treas 10Y Performance	577,87	-0,3%	3,1%	5,5%	3,6%
Bund 10Y Performance	588,89	-0,1%	1,6%	4,6%	2,0%
REX Performance Index	473,48	0,1%	0,2%	1,4%	0,4%
Hypothekenzinsen USA	3,66	0	-21	-32	-17
IBOXX AA, €	0,77	0	-10	-23	-12
IBOXX BBB, €	1,54	-4	-21	-26	-25
ML US High Yield	6,71	-17	-24	35	-24
JPM EMBI+, Index	698	0,4%	1,1%	-1,4%	0,9%
Wandelanleihen Exane 25	6739	0,0%	4,3%	7,8%	4,3%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	432,08	1,8%	-3,4%	-9,8%	-3,4%
MG Base Metal Index	290,82	4,0%	-3,9%	-10,0%	-4,3%
Rohöl Brent	55,88	15,1%	-0,9%	-34,5%	-2,5%
Gold	1262,76	-0,2%	6,2%	7,9%	6,4%
Silber	17,49	3,0%	9,8%	9,0%	11,0%
Aluminium	1862,00	3,0%	3,1%	-9,7%	2,0%
Kupfer	5732,75	5,5%	-9,3%	-14,6%	-10,0%
Eisenerz	62,50	-3,8%	-13,2%	-21,9%	-13,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	569	-10,0%	-26,2%	-61,7%	-27,2%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1427	1,0%	-5,1%	-8,7%	-5,9%
EUR/ GBP	0,7472	-0,6%	-4,4%	-4,9%	-3,7%
EUR/ JPY	134,13	0,5%	-7,6%	-5,5%	-7,6%
EUR/ CHF	1,0568	1,9%	-12,1%	-12,3%	-12,1%
USD/ JPY	117,28	-0,9%	-2,7%	3,2%	-2,0%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	kklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.