

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Unternehmen mit verhaltenem Ausblick

Die laufende Berichtssaison zum dritten Quartal hinterlässt bislang einen gemischten Eindruck. Während Unternehmen aus einigen Sektoren und Ländern prinzipiell in der Lage waren, die Erwartungen der Analysten an die Gewinnentwicklung zu übertreffen, konnten die Umsatzschätzungen mehrheitlich nicht übertroffen werden. Zudem haben wir den Eindruck, dass die Ausblicke der Unternehmen nicht so positiv ausgefallen sind, dass die Gewinnschätzungen für die Zukunft optimistischer ausfallen können. Das Umfeld insgesamt bietet daher Chancen für die Einzeltitelselektion, der derzeit eine besonders wichtige Rolle zukommt. Dies zeigt sich auch in einem unserer Modelle, das misst, wie attraktiv der Aktienmarkt für die Einzeltitelauswahl ist.

04.11.2015	berichtende		davon:		Surprise-Ratio
	Unternehmen	positiv	negativ	in Line	
S&P 500	306	227	74	5	74%
Dow Jones	25	21	4	0	84%
Nasdaq 100	74	59	12	3	80%
DAX	14	8	6	0	57%
MDAX	15	8	7	0	53%
SDAX	8	3	4	1	38%
TecDAX	7	5	2	0	71%
Euro Stoxx 50	21	14	7	0	67%
Stoxx 50	27	15	12	0	56%
Stoxx 600	171	87	83	1	51%
Swiss Market Index	3	1	2	0	33%
FTSE 100	18	12	6	0	67%
Nikkei 225	101	48	53	0	48%

Gemessen an den Analystenschätzungen war es erneut der US-Aktienmarkt, an dem die Unternehmen mehrheitlich bessere Ergebnisse als erwartet abliefern konnten. Der Anteil der Unternehmen, die die Schätzungen übertreffen konnten, lag bislang zwischen 74% gemessen am S&P 500 und 84% gemessen am Dow Jones Industrials. Da die US-Berichtssaison mittlerweile weit fortgeschritten ist und mehr als 60% der Unternehmen bereits Zahlen vorgelegt haben, halten wir diese Werte für eine belastbare Indikation, wie die Geschäfte im dritten Quartal gelaufen sind.

Etwas getrübt wird die Leistung der Unternehmen dadurch, dass die Unternehmensanalysten ihre Erwartungen vor der Veröffentlichung der Zahlen reduziert haben. Dies ist keineswegs nur in der aktuellen Berichtssaison zu beobachten, sondern gehört zum üblichen Prozedere, das auch in der Vergangenheit regelmäßig aufgetreten ist. Allerdings hat die Gewinndynamik bei den Unternehmen aus dem S&P 500 generell zuletzt nachgelassen: Erstmals seit dem dritten Quartal 2009 liegen die Quartalsgewinne unter dem Vorjahresniveau – im Vergleich zum dritten Quartal 2014 sind sie um 1,8% gefallen. Dies hängt vor allem mit dem Gewinneinbruch zusammen, den es im Energiesektor zu verzeichnen gab (-60% gegenüber dem Vorjahresquartal) und dem ebenfalls schwachen Sektor Grundstoffe (-15% gegenüber dem Vorjahresquartal).

Bei den Gewinnüberraschungen nach Sektoren fielen neben dem Energiesektor, wo die Erwartungen zu stark gesenkt worden waren, auch die Bereiche Industrie, Technologie und Gesundheit positiv auf. Das ist insoweit positiv zu

werten, als dass gerade Aktien aus dem Gesundheits- und Technologiesektor vielfach ordentlich im Kurs und in der Bewertung gestiegen sind, auf der Gewinnseite die Erwartungen aber nach wie vor übertreffen können. Eher auf der schwächeren Seite lagen die Versorger und Finanzdienstleister, die weniger oft positiv überraschen konnten. Immerhin konnten selbst im schwächsten Sektor (Versorger mit 55%) der US-Wirtschaft noch mehr als die Hälfte der Unternehmen die Schätzungen übertreffen.

04.11.2015	berichtende		davon:		Surprise-Ratio
	Unternehmen	positiv	negativ	in Line	
Consumer Discretionaries	48	33	14	1	69%
Consumer Staples	24	17	7	0	71%
Financials	84	48	35	1	57%
Energy	36	29	7	0	81%
Healthcare	46	40	5	1	87%
Industrials	53	43	9	1	81%
Information Technology	49	38	10	1	78%
Materials	26	17	9	0	65%
Telecommunication	4	3	1	0	75%
Utilities	22	12	10	0	55%
S&P 500	306	227	74	5	74%

Bei den Umsätzen fiel die US-Berichtssaison dagegen wie bereits im ersten und zweiten Quartal etwas enttäuschend aus: Nur 46% der S&P 500-Unternehmen übertrafen die in der Datenbank Factset hinterlegten Umsatzschätzungen (Q1 2015: 46%; Q2 2015: 49%). Im langjährigen Mittel war es den US-Unternehmen wie bei den Gewinnen meistens möglich, auch bei den Umsätzen positiv zu überraschen. Seit Q4 2002 betrug der Anteil positiver Umsatzüberraschungen durchschnittlich 61%.

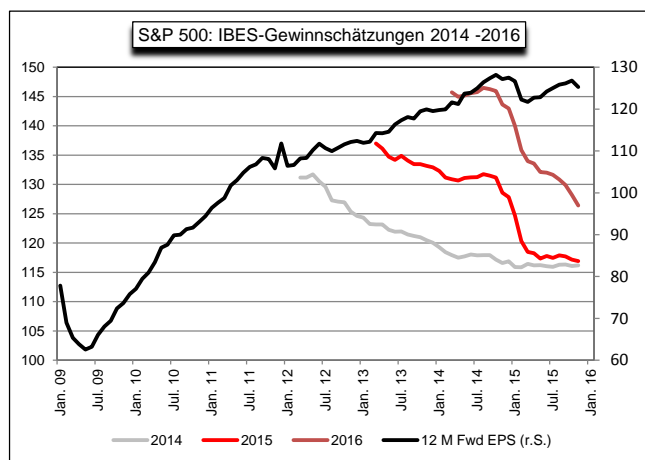
In Europa gibt es in der Berichtssaison üblicherweise einen geringeren Anteil an positiven Überraschungen als in den USA; in den Indizes für große deutsche und europäische Unternehmen liegen die historischen mittleren Werte bei 57% bis 58%. Gemessen daran haben die Unternehmen im DAX und im Stoxx 50 bislang ein durchschnittliches Quartal vermeldet, im Euro Stoxx 50 ist die Berichtssaison bislang positiv zu werten. Insgesamt steht diese Beurteilung allerdings auf wackeligeren Füßen als in den USA, weil der Anteil der Unternehmen, die bislang keine Zahlen berichtet haben, in Europa noch vergleichsweise hoch ausfällt. Bei dem breiten Stoxx 600 Index fallen die Ergebnisse etwas schwächer aus, was prinzipiell dafür spricht, dass die kleineren Unternehmen im gegenwärtigen Umfeld stärker zu kämpfen haben als die größeren.

Zur Beurteilung, wie eine Berichtssaison ausgefallen ist, gehört neben dem Vergleich der tatsächlichen Ergebnisse mit den geschätzten Ergebnissen auch, ob der Ausblick der Unternehmen überzeugen konnte. Eine konstruktive Sichtweise auf die Unternehmen ergibt sich idealerweise aus der Kombination, dass sie die Gewinnerwartungen erreicht oder übertroffen haben, und man den Unternehmen ebendies auch in der Zukunft zutraut.

Die Ausblicke der Unternehmen lassen sich – anders als bei den berichteten Gewinnen – allerdings nicht ohne weiteres in eine einzelne Kennzahl fassen. Denn ein Unternehmensausblick kann neben quantitativen auch qualitative Ziele

enthalten. Ein Rückschluss, wie der Ausblick von den Analysten aufgenommen wurde, lässt sich allerdings aus den Gewinnrevisionen in der Zeit der Berichtssaison gewinnen. Ein glaubwürdig besserer Ausblick als zuvor sollte zu steigenden Gewinnschätzungen für das laufende und für das kommende Jahr führen. Ein enttäuschender Ausblick dagegen dürfte sich negativ auf die Gewinnschätzungen für das laufende und ggf. die kommenden Jahre auswirken.

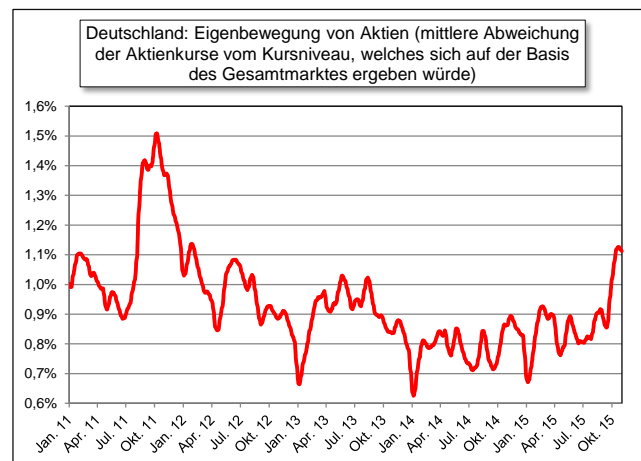
Gemessen an den Gewinnrevisionen konnten die Ausblicke nur in wenigen Ländern überzeugen: In Portugal, Großbritannien und im US-Technologiesektor haben die Analysten ihre Schätzungen im letzten Monat und in den letzten drei Monaten jeweils für das Jahr 2015 angehoben. Vor allem in Portugal und im US-Biotechnologiesektor sind die Gewinnschätzungen kräftig angehoben worden, hier hat der Ausblick der Unternehmen offenbar überzeugen können. Über einen Zeitraum von drei Monaten sind auch die Ausblicke für Spanien und Irland besser als zuvor ausgefallen. Bei allen anderen großen Indizes sind die Gewinnschätzungen dagegen nach unten revidiert worden. Teilweise ist dies – wie beim DAX – sicherlich auch maßgeblich auf einzelne Unternehmen wie Volkswagen und die Deutsche Bank zurückzuführen. Dennoch bleibt unser Urteil bestehen: Mit Blick auf die verbleibenden Monate des Jahres 2015 überwiegt bei den Analysten insgesamt eine etwas vorsichtigere Erwartungshaltung.



Für das Jahr 2016 dagegen hat es mit der Ausnahme von Irland ausschließlich negative Gewinnrevisionen über den Zeitraum von einem und drei Monaten gegeben. Folglich gab es bei den Ausblicken auf das erwartete Geschäft der Unternehmen ebenfalls mehrheitlich keine besseren Aussagen als erwartet. Vor allem in den USA, in der Schweiz und in Großbritannien sind die Gewinnrevisionen für das nächste Jahr relativ zu 2015 stärker gefallen: Beim S&P 500 wurden die EPS-Schätzungen für 2015 im letzten Monat um 1% nach unten genommen, für das Jahr 2016 um 1,8%. Dies legt die Vermutung nahe, dass die Analysten mit Blick auf das kommende Jahr tendenziell von einem etwas schwächeren Gewinnwachstum als zuvor ausgehen, das laufende Jahr aber als gut abgesichert ansehen. Dies ist in den USA und in Großbritannien, die sich bereits in einem starken konjunkturellen Umfeld bewegen, durchaus eine plausible Annahme, lässt aber aus unserer Sicht auch die Schlussfolgerung zu, dass für das kommende Jahr immer

noch ein Puffer gegen Enttäuschungen eingebaut wird. Zumindest sind die Ausblicke der Unternehmen nicht so zuversichtlich ausgefallen, dass beim Abwärtstrend bei den Schätzungen für das kommende Jahr ein Ende abzusehen ist.

Wichtig ist festzuhalten, dass es sich bei den hier geschilderten Änderungen zwar um wichtige Verschiebungen in den Nuancen handelt, sie führen jedoch nicht zu einem grundsätzlich anderen fundamentalen Ausblick. So werden den Unternehmen in den wichtigsten Industrieländern weiterhin ordentliche Gewinnwachstumsraten für das kommende Jahr zugetraut. Beim DAX rechnen die Analysten nach wie vor mit einem Gewinnplus von 9%, beim Euro Stoxx 50 sind es 6%, beim S&P 500 8% und beim Nikkei 225 sogar 11%. Insgesamt kann man also keinesfalls davon sprechen, dass sich bereits große Skepsis bei den Unternehmensanalysten breitgemacht hätte. Dennoch sind wir der Ansicht, dass mit einem flacheren Aufwärtstrend bei den Gewinnschätzungen dem Thema Einzeltitelselektion besondere Aufmerksamkeit gewidmet werden sollte. Denn in einem solchen Umfeld rechnen wir damit, dass die Wertentwicklung von einzelnen Titeln deutlich stärker voneinander abweicht, als wenn man sich in einem Markt befindet, indem die Gewinnschätzungen kräftig und absolut solide aufwärts gerichtet sind.



Wir haben bereits vor einiger Zeit ein Modell entwickelt, das anzeigt, wie stark sich die Wertentwicklung einzelner Aktien vom Gesamtmarkt unterscheidet. Ist hier eine große Differenz zu beobachten, dann handelt es sich um einen Markt, an dem die Einzeltitelselektion einen besonders großen Mehrwert schaffen kann. Technisch gesehen wird im Modell für jede Aktie die tägliche Wertentwicklung gemessen, die nicht durch das Beta gegenüber dem Heimatmarkt erklärt werden kann. Dieser Wert wird dann exponentiell geglättet. Prinzipiell scheinen die größten Differenzen bei der Wertentwicklung gegenüber dem Index eher in den kleinen Ländern zu finden zu sein, wie etwa Portugal und Griechenland, die für viele institutionelle Investoren zu klein sind. Doch auch in Deutschland und in Europa hat das Eigenleben der Aktien wieder etwas zugenommen. Möglicherweise nimmt das Eigenleben nach der Berichtssaison wieder etwas ab, grundsätzlich rechnen wir jedoch mit einem Umfeld, in dem sich eine gute Einzeltitelselektion weiter auszahlen wird.

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

	Mai	Jun	Jul	Aug	Sept	Okt	Veröffentlichung
D: Exporte, m/m	1,6%	-1,0%	2,2%	-5,2%	-1,5%		9. November
D: Exporte, y/y	10,0%	7,7%	6,3%	4,4%	-0,7%		9. November
D: Importe, m/m	0,6%	-0,8%	2,3%	-3,2%	-0,6%		9. November
D: Importe, y/y	6,3%	2,4%	6,2%	3,5%	-0,8%		9. November
D: Inflationsrate, m/m	0,1%	-0,1%	0,2%	0,0%	-0,2%	0,0%	12. November
D: Inflationsrate, y/y	0,7%	0,3%	0,2%	0,2%	0,0%	0,3%	12. November
E-19: Industrieproduktion, m/m	-0,2%	-0,3%	0,8%	-0,5%	0,3%		12. November
E-19: Industrieproduktion, y/y	1,4%	1,4%	1,5%	1,9%	1,7%		12. November
	Q1 15		Q2 15		Q3 15		
D: BIP, q/q	0,4%		0,4%		0,3%		13. November
D: BIP, y/y	1,1%		1,6%		1,7%		13. November
E-19: BIP, q/q	0,5%		0,4%		0,3%		13. November
E-19: BIP, y/y	1,2%		1,5%		1,6%		13. November

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Bodenbildung bei den Konjunkturdaten?



Auch wenn eine Schwalbe bekanntlich noch keinen Sommer macht, gibt es bei den globalen Konjunkturdaten endlich einen kleinen Lichtblick. So haben sich viele Einkaufsmanagerindizes aus dem verarbeitenden Gewerbe und dem Dienstleistungssektor im Oktober verbessert. Einkaufsmanagerindizes gehören zu den am meisten beachteten globalen Frühindikatoren und erfreuen sich nicht nur bei Volkswirten, sondern auch bei Kapitalmarktteilnehmern großer Beliebtheit. Was auffällt ist die große Diskrepanz, wenn man sich die Stimmung im verarbeitenden Gewerbe und bei den Dienstleistungsunternehmen anschaut. Die Befürchtung einer möglichen neuen globalen Rezession wurde in den Sommermonaten vor allem durch schwache Daten aus der Industrie genährt, die aber – gerade in den Industrieländern – nur noch einen geringen

Anteil an der gesamten Wertschöpfung eines Landes ausmacht. Allerdings gibt es wesentlich mehr Daten aus diesem Wirtschaftszweig, sodass bei Kapitalmarktteilnehmern eine gewisse Wahrnehmungsverzerrung nicht auszuschließen ist, wenn man mit vielen schlechten Daten aus der Industrie und nur wenigen positiven Zahlen aus dem Dienstleistungssektor konfrontiert wird. Im Oktober haben sich 55% der von uns beobachteten nationalen Industrie-PMIs gegenüber dem Vormonat verbessert, 65% der Werte liegen über der 50-Punkte-Marke, die die Wachstumsgrenze darstellt. Im Dienstleistungssektor haben sich im Oktober 71% der Indizes gegenüber September verbessert, 80% liegen über der Marke von 50 Punkten. Diese Zahlen deuten darauf hin, dass die Weltwirtschaft einen Boden gefunden haben könnte.

	Stand 05.11.2015	Veränderung zum			
		29.10.2015 -1 Woche	02.10.2015 -1 Monat	04.08.2015 -3 Monate	31.12.2014 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	17868	0,6%	8,5%	1,8%	0,2%
S&P 500	2102	0,6%	7,7%	0,4%	2,1%
Nasdaq	5142	1,3%	9,2%	0,7%	8,6%
DAX	10845	0,4%	13,5%	-5,3%	10,6%
MDAX	21188	0,3%	9,7%	-0,3%	25,1%
TecDAX	1797	0,0%	3,4%	-0,2%	31,0%
EuroStoxx 50	3439	0,8%	11,4%	-5,0%	9,3%
Stoxx 50	3264	1,2%	9,6%	-5,4%	8,7%
SMI (Swiss Market Index)	8952	-0,1%	5,1%	-5,6%	-0,4%
Nikkei 225	18927	0,0%	6,8%	-7,8%	8,5%
Brasilien BOVESPA	47710	4,6%	1,4%	-4,7%	-4,6%
Russland RTS	886	5,6%	15,9%	5,8%	12,1%
Indien BSE 30	26553	-1,1%	1,3%	-5,4%	-3,4%
China Shanghai Composite	3460	2,1%	13,3%	-7,9%	7,0%
MSCI Welt (in €)	1714	0,4%	8,8%	-2,2%	11,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	868	2,6%	10,2%	-2,5%	0,8%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	156,34	-76	-90	178	47
Bobl-Future	129,34	-8	2	-107	-94
Schatz-Future	111,48	-1	10	16	39
3 Monats \$ Libor	0,34	1	1	4	8
10-jährige US Treasuries	2,23	6	24	2	6
10-jährige Bunds	0,60	7	9	-3	6
10-jährige JGB	0,32	2	-1	-8	-1
US Treas 10Y Performance	564,27	-0,5%	-1,9%	0,3%	1,1%
Bund 10Y Performance	580,10	-0,6%	-0,8%	0,5%	0,4%
REX Performance Index	474,92	-0,4%	0,1%	0,5%	0,7%
Hypothekenzinsen USA	3,76	0	-9	-22	-7
IBOXX AA, €	1,26	2	-9	6	36
IBOXX BBB, €	2,15	-1	-24	23	36
ML US High Yield	7,70	-2	-66	39	76
JPM EMBI+, Index	721	0,5%	3,0%	2,8%	4,2%
Wandelanleihen Exane 25	7013	0,0%	5,7%	1,9%	8,6%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	396,98	-0,5%	1,3%	-1,0%	-11,3%
MG Base Metal Index	244,54	-0,1%	0,3%	-3,7%	-19,5%
Rohöl Brent	49,16	3,1%	1,4%	-2,0%	-14,3%
Gold	1114,69	-3,1%	-2,1%	2,0%	-6,0%
Silber	15,18	-2,7%	-0,5%	3,8%	-3,6%
Aluminium	1477,75	2,6%	-4,4%	-6,6%	-19,0%
Kupfer	5145,75	0,1%	0,7%	-1,6%	-19,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	657	-9,8%	-26,1%	-45,3%	-16,0%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,09	0,0%	-2,0%	-0,3%	-9,9%
EUR/ GBP	0,71	-1,5%	-4,8%	0,5%	-9,0%
EUR/ JPY	132,45	0,1%	-1,3%	-2,7%	-8,8%
EUR/ CHF	1,08	-0,4%	-1,0%	1,6%	-10,1%
USD/ JPY	121,56	0,4%	1,4%	-2,3%	1,6%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@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.