

März 2013

➤ **Thema des Monats:**

Deutsche Nebenwerte - Bleibt noch Luft nach oben?

Deutsche Nebenwerte lassen Blue Chips keine Chance

DAX und MDAX im Performance-Check

Bei Groß und Klein: Gewinnentwicklung mit insgesamt starker Dynamik

Bei der Dividendenrendite auf Augenhöhe

MDAX dürfte weiter haussieren

Research Team

Dr. Marco Bargel

Chefvolkswirt
marco.bargel@postbank.de

Heinrich Bayer

heinrich.bayer@postbank.de

Matthias Göthel

matthias.goethel@postbank.de

Thilo Heidrich

thilo.heidrich@postbank.de

Heinz-Gerd Sonnenschein

heinz-gerd.sonnenschein@postbank.de

www.postbank.de/research

Redaktionsschluss: 27.02.2013

Deutsche Postbank AG
Zentrale
Friedrich-Ebert-Allee 114-126
53113 Bonn
Telefon: (0228)920-0

Disclaimer:

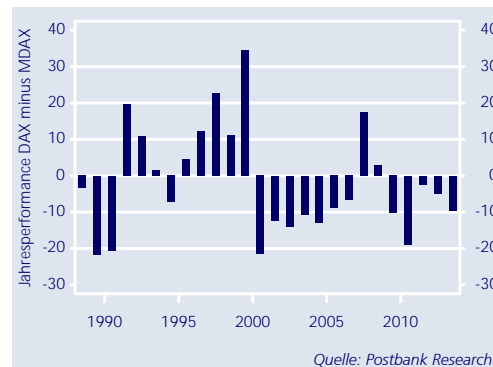
Alle hier veröffentlichten Angaben erfolgen unverbindlich und stellen Informationsmaterial dar, also weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers. Die Informationen in diesem Dokument wurden aus Daten erarbeitet, von deren Richtigkeit ausgegangen wurde; Postbank Research garantiert diese jedoch nicht. Die Angaben dienen ausschließlich zur Information, die dem Investor eine selbständige Anlageentscheidung erleichtern soll.

Deutsche Nebenwerte - Bleibt noch Luft nach oben?

Was dem DAX nicht gelingt - MDAX eilt von Rekord zu Rekord



Performance-Check: Jahrtausendwende - Siegerwende



Deutsche Nebenwerte lassen Blue Chips keine Chance

MDAX schlägt DAX - diese Schlagzeile findet man aktuell allenthalben. Und nicht ohne Grund, hat der deutsche Mid Cap-Index doch erst am 20. Februar ein neues All-Zeit-Hoch markiert. In der gemeinsamen Historie der beiden Indizes seit dem 31.12.1987 konnte der deutsche Leitindex DAX seinen Wert bis heute um den Faktor 7,5 steigern, der MDAX allerdings sogar um den Faktor 13. Neben der Frage, ob Mid Caps noch Luft nach oben geblieben ist, wollen wir die Unterschiede der Indizes beleuchten und Erklärungen für ihre im Zeitablauf so unterschiedliche Performance geben.

Die DAX und MDAX sind nach unserer Ansicht hervorragend geeignet, um zum Beispiel eine aussagekräftige Analyse ihrer Wertentwicklung zu treffen. Nicht nur, dass beide vom gleichen Originator, Deutsche Börse, entworfen wurden. Für beide Indizes gilt zudem: Startdatum 31.12.1987; Startniveau 1.000 Punkte; Ermittlungskriterium Börsenwert, der im Streubesitz befindlichen Aktien. Zudem werden beide Indizes in der Öffentlichkeit grundsätzlich als Performanceindizes ausgewiesen. Ihre Unterscheidungsmerkmale sind: Zum einen, dass im DAX die 30 größten und liquidesten deutschen Aktien und im MDAX die 50 Werte, die auf diese nach Größe und Liquidität folgen, gelistet

sind. Zum anderen, dass in den MDAX, im Gegensatz zum DAX, keine Tech-Firmen aufgenommen werden können.

DAX und MDAX im Performance-Check

Der MDAX eilt von Rekord zu Rekord, aber wo bleiben die Blue Chips? Landläufig würde man doch denken, die großen Fische fressen die Kleinen. Eigentlich sollte der DAX mit der Kraft und Dominanz seiner international renommierten Blue Chips den Mid Cap-Index outperformen können. Weit gefehlt. In ihrer gesamten 26-jährigen Historie heißt aber der eindeutige Sieger: MDAX. In 60% der Fälle entschied der Mid Cap-Index das jährliche Performanceduell für sich. Eine eindeutige Sache für die zweite Reihe und die kleinen Fische waren scheinbar keine harmlosen Zierfische, sondern eher Piranhas, die ihrerseits den Großen oft die Beute (den Investor) abjagen konnten.

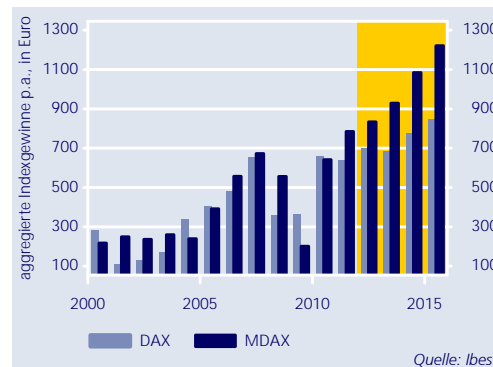
Obwohl das Ergebnis so eindeutig zu Gunsten der Nebenwerte ausgefallen ist, lohnt ein Blick auf die Jahresergebnisse des Performanceduells. Die Blütezeit des DAX war die 2. Hälfte der 90er Jahre. In dieser Phase der globalen Aktieneuphorie performten die Blue Chips des deutschen Leitindex die Nebenwerte mit Leichtigkeit aus. Es war die Zeit der Goldgräberstimmung in der Technologie- und besonders auch in der Telekommunikationsbranche.

New Economy und Y2K waren Schlagworte, die die Medien beherrschten. Der britische Mobilfunkkonzern Vodafone schluckte in einem aufsehenerregenden Übernahmekampf die damalige Nummer 2 des deutschen Mobil- und Festnetzmarktes Mannesmann. Die Marktkapitalisierung der Deutschen Telekom haussierte im März 2000 auf nie wieder erreichte 284 Mrd. Euro. Getragen von der allgemeinen Euphorie haussierte ebenfalls der deutsche Blue Chip-Index. In der Folge litt und leidet der DAX allerdings auch unter der Kurschwäche der damaligen Börsenstars wie der Deutschen Telekom. Seit Mitte 2002 dümpelt die Aktie zw. 16,84 Euro und 7,71 Euro meilenweit unter ihrem All-Zeit-Hoch vom März 2000 bei 103,50 Euro. Heute wird der Konzern nur noch mit 8,23 Euro je Aktie bzw. insgesamt 35,6 Mrd. Euro an der Börse bewertet.

Die Deutsche Telekom war aber nicht das einzige Indexmitglied, das im laufenden Jahrtausend die Performance des deutschen Leitindex eher hemmte als beflügelte. Des Weiteren sind die Finanzwerte anzuführen, deren aktuelle Marktkapitalisierungen zwischen 20% und 65% unter dem entsprechenden Vergleichswert vom Juli 2007, dem Beginn der Finanzkrise, notieren. Weitere Bremsklötze sind die beiden großen Energiekonzerne RWE und E.ON, deren Börsenwerte sich seit der Atomkatastrophe in Japan im Frühjahr 2010 unter dem Eindruck der sich wandelnden deutschen Energiepolitik in etwa halbiert haben.

Da beide Indizes über den jeweiligen Streubesitzanteil ihrer Indexmitglieder ermittelt werden, können natürlich Veränderungen in Börsenwerte von Einzelwerten nicht 1:1 in die Indexperformance übertragen werden. Sie verdeutlichen nach unserer Ansicht aber, dass dem DAX seit der Jahrtausendwende der Wind kräftig ins Gesicht bläst.

Nebenwerte mit dem besseren Ende in den kommenden Jahren?



Bei Groß und Klein: Gewinnentwicklung mit insgesamt starker Dynamik

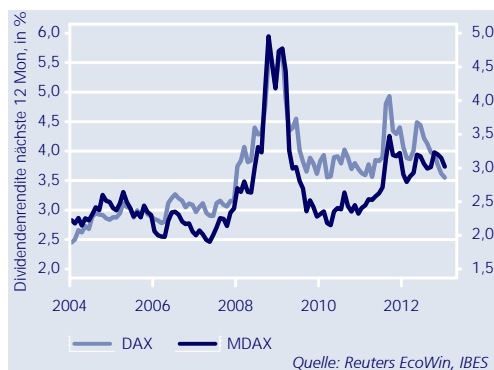
Gleich ob die Blue Chip des DAX oder die Mid Caps des MDAX: Beide Lager überzeugten im laufenden Jahrtausend mit einer insgesamt starken Dynamik, was ihre aggregierte Gewinnentwicklung betrifft. Von 2000 bis 2012 steigerten die 30 DAX-Titel den aggregierten Indexgewinn aller Finanzkrise und Rezession zum Trotz um gute 147%. Hier wird die gute Leistungs- und Wettbewerbsfähigkeit deutscher Firmen erkennbar. Zwar mussten sie auch 2008 einen deutlichen Einbruch hinnehmen, aber schon in 2010 wurde diese Scharte wieder mehr als ausgebügelt und das Rekordniveau aus 2007 sogar geringfügig übertroffen. Mit dieser schnellen Erholung des Indexgewinns konnten die Blue Chips sogar die Nebenwerte ausstechen. Sie litten deutlich stärker als die Großkonzerne unter den Belastungen aus Finanzkrise und Rezession. Ihr aggregierter Indexgewinn geriet nicht nur 2008, sondern mehr noch 2009 deutlich unter Druck. Sie benötigten zwei Jahre um diesen Rückgang wieder aufzuholen und erst in 2011 konnten sie ein neues Rekordgewinnniveau ausweisen. An der unterschiedlichen Entwicklung des aggregierten Indexgewinns von Large und Mid Caps im Verlauf dieser Rezession wird ein Hauptunterschied zwischen beiden Firmengruppen erkennbar. Die großen Konzerne sind über verschiedene Branchen hinweg breit diversifiziert. Ein konjunktureller Einbruch erwischt sie zwar auch, aber zwischen den

einzelnen Geschäftsfeldern können sie die Auswirkungen meist gut abfedern. Dies gelingt den kleineren Firmen nicht. Sie sind oft auf eine Branche spezialisiert und läuft es hier nicht rund, leidet die Geschäftsentwicklung deutlich. Springt die Konjunktur aber wieder an, zeigen sich die Mid Caps als wahre Steh-Auf-Männchen und verweisen die Blue Chips mit ihrer Wachstumsdynamik deutlich auf die Plätze. So geschehen in den Jahren 2005 und 2006 und auch in der gesamten Historie dieses Jahrtausends konnten sie den aggregierten Indexgewinn um beeindruckende 284% steigern. Dies ist fast eine Verdoppelung des Plus, das die DAX-Werte erreichten.

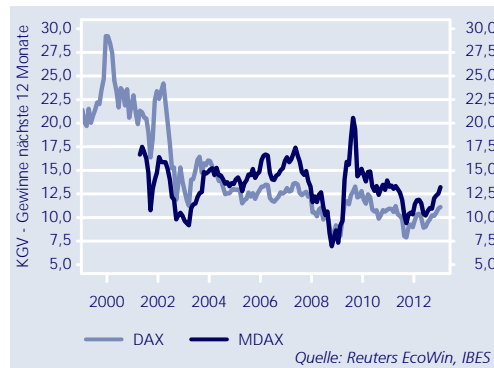
Bei der Dividendenrendite auf Augenhöhe

Anders als in der Vergangenheit glänzen deutsche Nebenwerte aktuell auch mit einer attraktiven Dividendenrendite. Nicht nur im Vergleich zu deutschen Staatsanleihen, sondern im eigenen historischen Vergleich und auch hinter den Blue Chips müssen sie sich nicht verstecken. Dies ist historisch schon eine eher ungewöhnliche Situation. Haben doch normalerweise die großen Konzerne hier stets deutlich die Nase vorne. Anders als für die spezialisierten Unternehmen der zweiten Reihe ist für sie die Dividende eine Möglichkeit, ihre Aktionäre zu beglücken. Bei Mid Caps stehen normalerweise eher Investitionen im Vordergrund. Die attraktive Dividendenrendite ist schon ein guter Grund, in deutsche Nebenwerte zu investieren, zudem sie auch die Kurse nach unten absichert.

Zweite Reihe mit attraktiver Rendite



Nur leichter Bewertungsaufschlag zu Standardwerten



MDAX dürfte weiter haussieren

Trotz des jüngsten Kursanstiegs ist der MDAX nach unserer Einschätzung gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) im eigenen historischen Vergleich, aber auch in Relation zum DAX, nicht überbewertet. Der Aufschlag von knapp drei Punkten im KGV für 2013 im Vergleich zum DAX (11,2) ist durch das zu erwartende deutlich dynamischere Gewinnwachstum gerechtfertigt. Das von uns erwartete konjunkturelle Umfeld sollte den Mid Caps in die Karten spielen. Die moderate konjunkturelle Erholung in Deutschland und der Eurozone sowie das weitere Wirtschaftswachstum in den USA und China bilden einen guten Boden für die konjunktursensitiven Spezialisten mit ihren national wie international erfolgreichen Geschäftsmodellen. Der Konsens der Analysten erwartet bis 2015 einen Gewinnzuwachs von mehr als 10% je Jahr. Insgesamt doppelt so stark wie bei den DAX-Titeln würde der aggregierte Indexgewinn im genannten Zeitraum zulegen. Mittel- und langfristig sind wir daher optimistisch für die weitere Kursentwicklung deutscher Mid Caps gestimmt. Auf Sicht der kommenden Jahre dürfte der MDAX den DAX weiter outperformen und bei einem entsprechend positiven Konjunkturverlauf könnte schon 2014 die 15.000 Punkte-Marke geknackt werden.

Heinz-Gerd Sonnenschein