



UNTERNEHMENSANALYSE 28/2/2018

## US-Aktien sind nicht teurer als europäische

von PHILIPP IMMENKÖTTER und KAI LEHMANN

- Die Bewertungsunterschiede zwischen US-amerikanischen und europäischen Aktien sind nicht systematisch.
- Die Differenzen in der Price-to-Book Ratio sind auf fundamentale Unterschiede und Aktienrückkäufe zurückzuführen.
- Unterschiede in der Price-Earnings Ratio lassen sich durch Unternehmenscharakteristika sowie durch strukturelle Differenzen zwischen dem US-amerikanischen und europäischen Finanzsektor erklären.

US-amerikanische Aktien sind teurer als europäische – dies ist die gängige Meinung. In der Tat sind die Aktien des S&P 500 mit einer Price-to-Book Ratio von 5,4 höher bewertet als Aktien des europäischen STOXX 600. Diese weisen lediglich ein Verhältnis von 3,6 auf. Auch die Price-Earnings Ratio der US Firmen ist mit 19,8 gegenüber 17,1 um 2,7 Punkte höher.

Woher kommen die Unterschiede? Sind Investoren tatsächlich bereit mehr für US-Aktien als für europäische zu zahlen?

In dieser Studie zeigen wir, dass sich die Unterschiede in der Bewertung US-amerikanischer und europäischer Unternehmen vollständig durch die fundamentalen Charakteristika der Unternehmen, die Indexzusammensetzung und eine technische Verringerung der Buchwerte durch Aktienrückkäufe erklären lassen.



## Price-to-Book Ratio

Betrachtet man die Price-to-Book Ratio, bei welcher der Marktwert eines Unternehmens in das Verhältnis zu seinem Buchwert gesetzt wird, so stellt man fest, dass die größten US-amerikanischen Unternehmen (S&P 500) im Schnitt für das 5,4-fache ihres Buchwertes auf den Märkten gehandelt werden. Bei den größten europäischen Unternehmen (STOXX 600) sind die Anleger hingegen nur bereit, das 3,6-fache des Buchwertes zu bezahlen. Es klafft eine Lücke von 1,8 Punkten, die es zu klären gilt.

Häufig wird der unterschiedliche Branchenmix der beiden Indizes S&P 500 und STOXX 600 als Erklärung herangezogen. Im US-Index befinden sich mehr große Technologiekonzerne, welche auf Grund der Wachstumserwartungen eine höhere Bewertung als die klassischen europäischen Industrieunternehmen haben sollten. In der Tat sind Tech-Unternehmen sowohl in Europa als auch in den USA im Vergleich zu den anderen bedeutend höher bewertet. Stellt man einen auf Branchen bedingten Vergleich der Price-to-Book Ratio an, so bleibt immer noch ein statistisch signifikanter Unterschied von 1,6 Punkten bestehen.

Bei genauerer Betrachtung fällt auf, dass es zwischen den Unternehmen bedeutende fundamentale Unterschiede gibt, beispielsweise eine systematische Differenz in der Rentabilität der Unternehmen. So liegt die Eigenkapitalrendite der US-Unternehmen bei 20,6 % während sie in Europa bei 15,3 % liegt. Ebenso weisen die US-amerikanischen Unternehmen eine leicht höhere Verschuldung aus, welches Ausdruck einer höheren Flexibilität bei der Anpassung der

Finanzierungsstruktur an das Zinsumfeld ist. Weitere Differenzen gibt es in der Nettomarge, der Dividendenrendite und der Ausschüttungsquote.

Da die genannten Kennzahlen Einfluss auf die Bewertung haben, müssen sie beim Vergleich der Market-to-Book Ratio berücksichtigt werden. Dies wird mit Hilfe einer Regressionsanalyse umgesetzt, bei der die oben genannten fundamentalen Charakteristika als erklärende Variablen herangezogen werden. Ergebnis dieses Ansatzes ist eine deutliche Reduktion des Bewertungsunterschiedes von 1,8 auf 0,6 Punkte. Die verbleibende Differenz ist weiterhin statistisch von null verschieden.

Die verbleibende Differenz lässt sich auf einen technischen Effekt zurückführen. Dieser besteht in den Auswirkungen von Aktienrückkäufen auf die Bewertungskennzahl Price-to-Book Ratio. US-Unternehmen kaufen häufiger eigene Unternehmensanteile am Markt zurück. Hierdurch verringert sich das buchhalterische Eigenkapital der Unternehmen.<sup>1</sup> Technisch wird so der Nenner der Price-to-Book Ratio stetig verkleinert. Um die Ratio zwischen den beiden Gruppen vergleichbar zu machen, muss der Nenner der Kennzahl um die Aktienrückkäufe adjustiert werden. Bei der adjustierten Form des Buchwerts werden die vorherigen Aktienrückkäufe wieder hinzugefügt. Man erhält so eine die adjustierte Form der Market-to-Book Ratio:

$$\text{Adj. Price-to-Book Ratio} = \frac{\text{Marktwert}}{\text{adj. Buchwert}}$$

---

<sup>1</sup> Beim Aktienrückkauf werden im Markt umlaufende Aktien gegen Cash gekauft und vernichtet. Cash-Guthaben und ausgewiesenes Eigenkapital sinken gleichermaßen und die Bilanzsumme schrumpft.



**Tabelle 1: Price-to-Book Ratio Europa vs. USA**

	<b>Mittelwert</b>	<b>Median</b>
Europa	3,6	2,5
US	5,4	3,5
Differenz		
- unbedingt	1,8***	1,0
- bereinigt um Branchen	1,6***	-
- bereinigt um Branchen und Fundamentalwerte	0,6***	-
- um Aktienrückkäufe adjustiert	1,3***	-
- um Aktienrückkäufe adjustiert und bereinigt um Branchen und Fundamentalwerten	0,2	-

\*\*\*) Statistische Signifikanz auf 1% Niveau. Quelle: ThomsonReuters, Stand 14.02.2018. Ausführliche Regressionsergebnisse im Anhang.

In dieser Analyse wird die Price-to-Book Ratio um die Aktienrückkäufe der letzten 5 Geschäftsjahre bereinigt. Hat beispielsweise ein Unternehmen mit einem Buchwert von 1,0 Mrd. Euro und einem Marktwert von 3,0 Mrd. Euro in den letzten 5 Jahren in Summe 10 % des eigenen Kapitals zurückgekauft, so muss der Buchwert um den Faktor 1/0,9 korrigiert werden. Er beträgt adjustiert nun 1,11, wodurch die adjustierte Price-to-Book Ratio von 3,0 auf 2,7 fällt.

Die adjustierte Version der Price-to-Book Ratio ist nun die zu erklärende Variable der Regression, während die Branchen sowie die oben beschriebenen Fundamentalwerte als erklärende Variablen eingesetzt werden. Die Regressionsanalyse zeigt, dass der bereinigte Unterschied nur noch 0,2 Punkte beträgt. Statistisch ist diese Differenz von null nicht mehr zu unterscheiden.

Es ist also möglich, die Unterscheide in der Bewertung von US- und europäischen Aktien anhand der Price-to-Book Ratio zu erklären. Dies heißt, dass US-Aktien gemessen an der Price-to-Book Ratio nicht systematisch teurer als europäische sind.

### **Price-Earnings Ratio**

US-Aktien sind im Schnitt mit einer um 2,7 Punkte höheren Price-Earnings Ratio bewertet. Die Price-Earnings Ratio wird als der aktuelle Marktpreis im Verhältnis zu den erwarteten Gewinnen der kommenden 12 Monate berechnet.

Zunächst spielt der Finanzsektor eine bedeutende Rolle. Sowohl in den USA als auch in Europa befindet sich eine große Anzahl an Finanzinstituten im jeweiligen Index (134 im STOXX 600 und 103 in den USA). Die europäischen Finanzinstitute weisen mit 15,1 eine bedeutend niedrigere Bewertung als ihre amerikanischen Pendanten mit 22,5 auf. Dieser Unterschied ist auf das niedrigere Zinsniveau in Europa und die große Anzahl an ausfallgefährdeten Krediten in der Euro-Peripherie zurückzuführen. Diese spielen in den Beständen der europäischen Banken und somit auch in der Bewertung eine große Rolle. Schließt man alle Finanzinstitute, sowohl in den USA als auch in Europa, aus der Untersuchung aus, so reduziert sich der Unterschied von 2,7 auf 1,4.



**Tabelle 2: Price-Earnings Ratio Europa vs. USA**

	<b>Mittelwert</b>	<b>Median</b>
Europa	17,1	15,6
US	19,8	17,0
Differenz		
- unbedingt	2,7***	1,6
- nach F'talwerten und Branchen	2,0***	-
Differenz ohne Financials		
- unbedingt	1,4***	-
- nach Fundamentalwerten	-0,1	-
- nach F'talwerten und Branchen	-0,4	-

\*\*\*) Statistische Signifikanz auf 1% Niveau. Quelle: ThomsonReuters, Stand 14.02.2018. Ausführliche Regressionsergebnisse im Anhang.

Nun kommen, wie auch bei der Price-to-Book Ratio, die fundamentalen Unterschiede zwischen den Unternehmen ins Spiel (Nettomarge, Verschuldung, Eigenkapitalrendite, Dividendenrendite und Ausschüttungsquote). In einer Regressionsanalyse, bei der die Price-Earnings Ratio mit der Branchenzugehörigkeit und den Fundamentalwerten erklärt wird, verschwindet der Bewertungsunterschied zwischen den USA und Europa. Der geschätzte Unterschied dreht sich sogar um und beträgt -0,4. Allerdings ist der Wert statistisch und somit auch ökonomisch nicht mehr signifikant.

Die Unterschiede in der Price-Earnings Ratio lassen sich also erklären. Es bleibt daher festzuhalten, dass kein systematischer Bewertungsunterschied zwischen Europa und den USA besteht. US-amerikanische Unternehmen sind nicht teurer als europäische.

### **Datengrundlage und Methodik**

Alle Daten entstammen ThomsonReuters, Stand 14.02.2018. Alle Schätzungen erfolgen mit einer OLS Regression. Für die Price-to-Book und Forward-Price-Earnings Ratio werden negative Beobachtungen sowie die jeweils größten 1,0 % der Beobachtungen ausgeschlossen, um Verzerrungen der Schätzungen durch Ausreißer abzumildern. Hierdurch verkleinert sich die Anzahl der Beobachtungen von 1.100 auf 1.040 für die Price-to-Book Ratio bzw. auf 1.086 für die Price-Earnings Ratio. Die Branchenklassifizierung entspricht der einstelligen Industry Classification Benchmark (IBC). Bei extremen Ausreißern in den erklärenden Variablen, welche die Fundamentalwerte der Unternehmen beschreiben, wurden die Variablen am entsprechenden Ende auf dem 1 % Niveau winsorisiert, um die Datenbasis nicht weiter zu verkleinern. Die betrachteten Fundamentalwerte sind Nettomarge (Netto Gewinn / Umsatz), Verschuldung (Fremdkapital / Bilanzsumme), Eigenkapitalrendite (Netto Gewinn / Eigenkapital in Buchwerten), Dividendenrendite und die Ausschüttungsquote.



## Anhang

**Tabelle 3: Regressionsanalyse der Price-to-Book Ratio**

	Price- to-Book	Price- to-Book	Price- to-Book	adj. Price-to-Book	adj. Price-to-Book	adj. Price-to-Book
<b>Indikator-Variablen</b>						
US-Unternehmen	1,8***	1,6***	0,7**	1,3***	1,2	0,3
Basic Materials		1,9**	-1,1		1,7*	-1,1
Industrials		3,3***	-0,5		3,0***	-0,5
Consumer Goods		3,0***	-0,8		2,7***	-0,8
Health Care		5,1***	1,2		4,8***	1,2*
Consumer Services		3,4***	-1,1		2,8***	-1,3*
Telecommunications		2,4*	0,1		2,1*	0,2
Utilities		0,1	-1,1		0,1	-0,9
Financials		0,7	-1,3*		0,6	-1,2*
Technology		5,0***	1,5*		4,4***	1,2
<b>Fundamentalwerte</b>			-2,5***			-2,2***
Nettomarge			2,0***			1,4**
Verschuldung			13,7***			12,4***
Eigenkapitalrendite			-0,6***			-0,6***
Dividendenrendite			1,1**			1,1**
Ausschüttungsquote			-2,5***			-2,2***
Konstante	3,6***	1,1	2,4***	3,5***	1,3*	2,8***
Anzahl der Beobach- tungen	1.040	1.040	1.040	1.040	1.040	1.040
Adj. R <sup>2</sup>	0,029	0,120	0,415	0,017	0,105	0,381

Anmerkung: OLS-Regression im Datenquerschnitt. \*\*\*, \*\*, \* gibt Signifikanzen auf 1 %, 5 %, bzw. 10 % Niveau an. Unabhängige Variablen sind linksseitig bei null und rechtsseitig am 1 % Perzentil abgeschnitten. Erklärende Variablen bei Ausreißern am entsprechenden Ende um 1 % winsorisiert. Datenquelle: ThomsonReuter, Stand 14.02.2018.



**Tabelle 4: Regressionsanalyse der Forward-Price-Earnings Ratio**

	PE-Ratio	PE-Ratio	PE-Ratio	PE-Ratio ohne Financials	PE-Ratio ohne Financials	PE-Ratio ohne Financials
<b>Indikator-Variablen</b>						
US-Unternehmen	2,7***	2,6***	1,6***	1,4**	1,2**	-0,4
Basic Materials		-3,3*	-5,8***		-3,7**	-5,4***
Industrials		-1,8	-3,3**		-2,0	-3,5**
Consumer Goods		-2,7*	-4,5***		-2,9**	-4,1***
Health Care		-0,7	-3,8**		-0,7	-3,7**
Consumer Services		-3,2**	-3,8**		-3,4**	-3,9***
Telecommunications		-1,7	0,3		-2,3	1,0
Utilities		-6,0***	-2,7		-6,1***	-1,8
Financials		-2,3	-1,0			
Technology		-0,9	-3,9**		-0,8	-3,6**
<b>Fundamentalwerte</b>						
Nettomarge			-0,2			-1,7
Verschuldung			-11,0***			-5,6***
Eigenkapitalrendite			1,7			2,0*
Dividendenrendite			-1,7***			-2,1***
Ausschüttungsquote			5,0***			1,6
Konstante	17,1***	19,4***	29,6***	17,7***	20,3***	29,3***
Anzahl der Beobach- tungen	1.086	1.086	1.086	849	849	849
Adj. R <sup>2</sup>	0,018	0,027	0,127	0,005	0,025	0,138

Anmerkung: OLS-Regression im Datenquerschnitt. \*\*\*, \*\*, \* gibt Signifikanzen auf 1 %, 5 %, bzw. 10 % Niveau an. Unabhängige Variablen sind linksseitig bei null und rechtsseitig am 1 % Perzentil abgeschnitten. Erklärende Variablen bei Ausreißern am entsprechenden Ende um 1% winsorisiert. Datenquelle: ThomsonReuter, Stand 14.02.2018.



## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2018 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com); *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de); *Autoren* Dr. Philipp Immenkötter und Dr. Kai Lehmann; *Redaktionsschluss* 23. Februar 2018