

# FINANZWOCHE

+++++++ Internationale Konjunktur- und Aktienanalysen +++++++

## Allgemeiner Marktkommentar

- ▶ *Kurzfristig dürften die Börsen nur geringes Potential bieten. Die Optimisten haben bereits nach der Frankreich-Wahl gekauft, so dass die Aktiennachfrage kurzfristig schwächer werden sollte. Der neue Präsident dürfte Schwierigkeiten haben, eine starke Regierung zu bilden (Parlamentswahlen am 18. Juni). Von den 577 Sitzen in der Nationalversammlung wird Macron voraussichtlich nur eine Minderheit gewinnen. Reformen in Frankreich umzusetzen, bleibt damit schwierig. Hinzu kommt, dass Macron hauptsächlich auf deutsche "Solidarität" setzt, die angesichts wachsender Zustimmung für die deutsche Kanzlerin (und abnehmender Sympathie für Schulz) wenig wahrscheinlich ist.*
- ▶ *International bietet die japanische Börse ein gutes Chance/Risiko-Verhältnis. Neben der wie in Europa positiven Gewinnentwicklung herrscht dort noch größerer monetärer Rückenwind. Aktienaufkäufe von Notenbank (via ETFs) und Pensionskassen sind neben den weltweit höchsten Barreserven der Unternehmen positiv.*
- ▶ *Markttechnisch ungünstig in den USA ist die zunehmende Konzentration der Anlegerkäufe nur noch auf Technologieaktien, während der breite Markt (ungewichteter S&P 500, A/D-Linie der meistgehandelten Aktien) Schwächetendenzen zeigt. Wall Street erfährt unter den großen Börsen den stärksten monetären Gegenwind. Positiv zu werten ist, dass Trump offensichtlich von der gefährlichen Importsteuer absieht.*
- ▶ *Markttechnisch positiv für den Ölpreis: Die Baissespekulationen liegen wieder auf dem letztjährigen Höchststand (vor der damaligen Preiserholung), siehe Chart Seite 9. Große weltweit operierende Ölkarten, wie Total oder Royal Dutch, könnten bei einer Ölpreiserholung wegen ihrer hohen Renditen freundlicher tendieren.*

Die Macron-Wahl war angesichts ihrer hohen Wahrscheinlichkeit in den Aktienkursen bereits enthalten. Am Montag nach der Wahl stiegen weder die europäischen Aktienindizes, noch der Euro. Viele Aktienmärkte (Europa, USA, Japan, aber auch Indien, Südkorea und Taiwan) liegen in der Nähe ihrer Indexhochs (Widerstand!), was zusammen mit relativ schlechter Markttechnik die Notierungen vorerst bremsen könnte. Auch am US-Aktienmarkt sind die meisten Kurse seit der ersten Dezemberwoche nicht mehr vorangekommen. Zwar ist der S&P 500-Index wegen der hohen Gewichtung der Technologieaktien noch gestiegen, breiter angelegte Indizes, wie der Russell 2000 oder auch der gleich gewichtete S&P 500, in dem jede der 500 Aktien mit gleichem Gewicht enthalten ist, stagnieren aber (im Gegensatz zu gewichteten Indizes mit z.B. 794 Mrd. \$ allein Apple-Marktwert) seit vier Monaten. Auch der geometrische Value Line, der gleich gewichtet die 1.700 größten US-Aktien bein-

haltet, steht nicht höher als 1998. Der deutsche Kurs-DAX (Index ohne Dividenden) notiert sogar noch unter seinem Hoch aus dem Jahre 2000.

**Die Markttechnik ist gespalten.** Es gibt zahlreiche Indikatoren, die Überoptimismus anzeigen, andere dagegen Vorsicht. Zum Beispiel gaben die internationalen Fondsmanager Mitte vergangenen Monats an, dass sie deutlich in der Aktienanlage Übergewichtet sind (gegenüber Anleihen und Geldmarkt), andererseits aber Aktien mehrheitlich für überteuert halten. Ähnliches war übrigens auch 2007 zu beobachten, als die Fondsmanager Aktien ebenfalls für überbewertet hielten, aber gleichzeitig überinvestiert waren. Angesichts der Tatsache, dass fast alle großen Aktienindizes der Welt (ohne Dividenden) auf ihrem Stand vom Jahre 2000 (oder darunter) notieren, können Aktien nicht völlig überbewertet sein, denn zumindest die Substanz der Unternehmen ist durch seit 17 Jahren einbehaltene Gewinne

(bekanntlich wird nur ein Teil des Gewinns als Dividende ausgeschüttet oder für Aktienrückkäufe verwendet) gewachsen. Hinzu kommt, dass die Bewertung der Aktien nach Gewinn oder Substanz in der Vergangenheit ein sehr schlechtes Instrument war, um Aktienhoch- oder -Tiefpunkte auszumachen. Gleiches gilt für die Volatilität (unter 10!), die zwar einen der niedrigsten Werte seit 1928 aufweist, aber ebenfalls ein schlechtes Timing-Instrument für Verkäufe war (wohl aber für Käufe wie Anfang 2016). Tatsache ist allerdings, dass der Einstieg am Aktienmarkt in Zeiten hoher Bewertung (oder wie heute niedriger Volatilität) längerfristig unterdurchschnittliche Wertzuwächse bringt.

► **Fazit:** *Trotz zumindest in Teilbereichen und an einigen Börsen (Wall Street, NASDAQ) hohen Bewertungen erscheint es nicht ratsam, allein aus diesem Blickwinkel den Aktienbestand zu vermindern.*

Positiv wirken die in diesem Jahr deutlich steigenden Gewinne von in Europa voraussichtlich über 20%, Amerika schon jetzt +12% und China voraussichtlich plus über 30%. In der Vergangenheit war die Zinsentwicklung aber vor allen Dingen mittelfristig meistens noch wichtiger für die Aktienkurse als die Gewinne. Das dürfte besonders heute gelten, nachdem die Verschuldung – wie bereits in der vergangenen Woche hier aufgezeigt besonders für US-Unternehmen – gegenwärtig gefährlich hoch ist und die Zinsempfindlichkeit entsprechend gestiegen ist. In Europa dagegen haben die Unternehmen, genauso wie in Japan, ihre Verschuldung seit Anfang des Jahrhunderts abgebaut, während sie in den USA stark zunahm (Chart Seite 10). Auch die immer wieder in den Medien artikulierte hohe Verschuldung in China dürfte heute kein Problem sein. Im Privatsektor ist sie dort wesentlich niedriger als im Westen und bei einem vielfach höheren Wachstum von knapp 7%, einer vielfach so hohen Sparquote (3-mal so hoch wie in den USA) und im Gegensatz zum Westen minimaler Auslandsverschuldung (USA ist dagegen in absoluten Zahlen, aber auch relativ, eines der am höchsten verschuldeten Länder der Welt) weniger gefährlich. Die chinesischen Währungsreserven, mit über 3 Bio. \$ die höchsten der Welt, steigen aktuell sogar wieder angesichts zuletzt 38 Mrd. \$ Handelsbilanzüberschuss.

Abgesehen von den USA erscheinen die Bewertungen von Aktien international nicht zu hoch zu sein, vor allem angesichts des Zinsniveaus. Zwar waren die Aktienbewertungen auch 2007 und 2000 relativ hoch, heute aber liegen die Zinsen nur bei einem Bruchteil, was die Notierungen wesentlich besser unterstützt. Problematisch wird es weltweit nur, wenn die Zinsen steigen. In China haben sie zuletzt leicht angezogen (siehe Chart Seite 9). Die Regierung war aber bisher sehr flexibel und nahm bei Wachstumsabschwächung sofort die Zinsen wieder zurück. Die USA stehen dagegen (Einschätzung der Analysten) vor einem Zinsanhebungstrend. Eine Kombination aus den weltweit höchsten Aktienbewertungen bei schlechtesten monetärer Lage müsste dazu führen, was hier schon seit Mitte vergangenen Jahres angekündigt wurde und auch geschah: **Der US-Markt schneidet schlechter ab als Europa, Japan und die Schwellenländer.**

Daran dürfte sich in nächster Zeit nichts ändern. Die Wahrscheinlichkeit für eine US-Zinsanhebung im Juni wird jetzt auf fast 100% taxiert. Für einen erfahrenen Analysten eine gefährliche Entwicklung, denn die US-Notenbank dürfte noch nie die Zinsen erhöht haben, wenn das reale Wachstum im vorangegangenen Halbjahr (wie aktuell) nur bei 1,4% lag. Die Inflation ist ebenfalls im Grunde nicht so hoch, dass die Notenbank einschreiten müsste. Die Lohnzuwächse gingen in ihrer Vorjahresveränderung im vergangenen Monat sogar wieder auf +2,5% zurück. In früheren Zyklen waren Konjunkturröhepunkte, in denen die Notenbank mit Bremsung begann, durch Lohnsteigerungen von 3,5% bis 4% gezeichnet. Die niedrige Arbeitslosenquote der USA von 4,4% erklärt sich im wesentlichen aus einem erneuten Rückgang der Partizipationsrate. Wenn immer mehr Menschen aufgeben, Arbeit zu suchen, fällt natürlich auch die Arbeitslosenquote. Die Kernbevölkerungsgruppe hinsichtlich der Beschäftigung (männlich, zwischen 25 und 48 Jahren) erreichte jetzt erst wieder ihr Niveau vom Tiefstand der Rezession 1982! Trotz Erholung liegen die Häuserkäufe (besonders der Ersterwerber) noch immer weit unter dem Niveau früherer Phasen durchschnittlicher Konjunkturdynamik (obwohl die US-Bevölkerungszahl deutlich gestiegen ist). Während sich der chinesische Autoabsatz seit 2006 fast verfünffachte (auf ein mehr als 50% höheres Niveau als in den USA), ist er in den

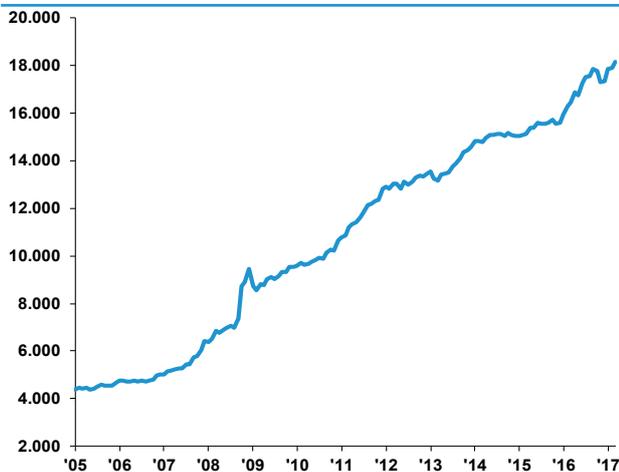
USA nicht gewachsen – trotz erheblich gesteigerter Verschuldung und US-Bevölkerungszahl (Absatz Euro-Zone ggü. 2006 ca. 10% rückläufig, Nicht-Euro-Europa inkl. Russland +40%!).

- **Fazit:** Zinserhöhungen in den USA dürften sich als Fehler der Notenbank entpuppen, auch wenn über 90% der Marktteilnehmer eine Zinserhöhung für richtig halten.

Bei derartig hohen Prozentsätzen hat die Notenbank in der Vergangenheit regelmäßig dem Marktdruck nachgegeben, was sich an den letzten Zinshöhepunkten als Fehler im Hinblick auf die weitere Konjunktorentwicklung erwies.

Abgesehen von den USA haben die Weltbörsen weiterhin starken monetären Rückenwind. Chart 1 zeigt die Bilanzsumme der großen Notenbanken der Welt – zuletzt getrieben durch die Anleihekäufe bzw. Geldvermehrungen in Europa, Japan und Großbritannien. Aus dem monetären Blickwinkel (und der Markttechnik) dürften die Hauptgefahren weiterhin in Wall Street liegen,

Chart 1) Bilanzsumme Notenbanken (USA, Japan, Eurozone, China, in Mrd. \$)



Quelle: Datastream

Stand: 31.03.2017

während die Kombination aus extrem billigen Geld und steigenden Gewinnen an den meisten anderen Börsen im Trend in diesem Jahr weiter anziehende Kurse bringen sollte. In Euro gerechnet stieg der S&P 500 in diesem Jahr um ca. 3%. Europa sollte vor dem Hintergrund einer doppelt so guten Gewinnentwicklung wie in den USA weiter anziehen können (nach einer technischen Konsolidierung?). Der Mai ist im allgemeinen ein Monat mit nur seitwärts gerichteten Kursen (Wall Street durchschnittlich seit 1928 minus 0,06% im

Dow Jones). Die Phase Mai bis Juli insgesamt ist aber die zweitbeste des Jahres – nach Oktober bis April. Das "sell in May" könnte deshalb diesmal genauso falsch sein, wie bereits wiederholt in den vergangenen Jahren.

**Schwach entwickelt sich das Gold.** Im 2. Halbjahr des vergangenen Jahres signalisierte ein stark gestiegener Optimismus am Termin- und Optionsmarkt, dass eine neue Konsolidierung realistisch sein würde (8% Gewinn seit Jahresanfang sind wieder weg). Besonders die US-Hedge-Fonds und institutionelle Anleger haben Gold verkauft (ETF-Nachfrage -68% gegenüber Vorjahr). China und Indien vergrößerten ihre Goldnachfrage dagegen um 8% bzw. 15%. Auch das gegenüber Vorjahr 12% rückläufige Gold-Angebot konnte den Preisrückgang nicht verhindern. Die stärksten Antriebsfaktoren für den Goldpreis sind stark steigende Inflation sowie ein unsicheres Bankensystem. Seit die Notenbanken aber Banken (und Regierungen) in nie gekannter Weise stützen und die Inflation nur in Nischen (z.B. Immobilienpreise in Kanadas Metropolen +33% oder in München) stärker anzieht, fehlt ein kurzfristiges Motiv. Allerdings sollten der negative Realzins, steigende Nachfrage in Asien und geringerer ETF-Angebotsdruck im Westen mittelfristig zu einer Goldpreiserholung führen.

Nach den Frankreich-Wahlen konzentrieren sich die Anleger auf die deutschen Wahlen und mögliche Neuwahlen in Italien. In Deutschland wird die von der Börse gefürchtete Rot-Rot-Grün-Koalition immer unwahrscheinlicher (die beiden letzten Wahlen in Saarland und Schleswig-Holstein haben gezeigt, dass es ein großer Fehler von SPD-Schulz war, sich nicht klar gegen Links abzugrenzen. Die Mehrheit der Deutschen will kein Rot-Rot-Grün. Schwieriger ist eine Wahlprognose für Italien. Die Parteienentscheidungen werden durch mögliche neue Wahlgesetze, Erreichen der Pensionsberechtigung für Abgeordnete (Dreieinhalb-Jahres-Grenze) und ähnliche "technische" Fragen bestimmt. Nach wie vor erscheint die Wahrscheinlichkeit groß, dass es in diesem Jahr noch nicht zu vorgezogenen Wahlen kommen wird. Ganz auszuschließen ist es aber nicht. Sich abzeichnende Wahlen in Italien würden wahrscheinlich zu Kursverlusten bei italienischen Staatsanleihen führen. Die Hoffnung Macrons dürfte darauf basieren, dass Deutsch-

land nach den Bundestagswahlen Frankreich mit einer Vergemeinschaftung der Staatsschulden in Europa, einer gemeinsamen europäischen Arbeitslosenversicherung und fiskalpolitischer Expansion entgegenkommt. Inwieweit es die deutsche Regierung zu solcher "Solidarität" kommen lassen wird, ist extrem schwer vorauszusagen. Aber auch in Frankreich dürfte es bei den kommenden Parlamentswahlen schwierig für Macrons "Vorwärts"-(En Marche)-Partei werden, eine Mehrheit zu erreichen. Mit nur einer parlamentarischen Minderheit wird Macron jedoch schwer wirkungsvolle Reformen (schon gar nicht à la Schröder) durchsetzen können. Die Macron-Wahl bedeutet also keinen Durchbruch für die Lösung der europäischen Probleme.

Der Hauptgrund für das bessere Abschneiden von US-Aktien seit dem Börsentief 2009 war nicht eine verbesserte US-Konjunktur, sondern die Tatsache, dass 70-80% der Aktienkäufe in den USA auf die Unternehmen selbst (Kauf eigener Aktien) entfielen. Dies war nicht nur aufgrund der gesteigerten Nachfrage ein Haussefaktor, sondern auch wegen (nur technisch wegen weniger Aktien am Markt) steigender Gewinne pro Aktie. Inzwischen fallen die Aktienrückkäufe auf Niedrigstand seit 2012 in den USA bereits im dritten Jahr in Folge (2016 ein Drittel unter 2015 und 2017 bisher ein Drittel unter 2016). Damit dürfte der wichtigste Kursmotor den US-Aktienmarkt weniger anschieben als in der Vergangenheit. Zwar setzen Optimisten auf die 2,4 Bio. \$, die US-Unternehmen in ausländischen Steueroasen parken, die nach weitgehender Steuerbefreiung durch Trump nach Amerika zurückfließen. Ob jedoch eine Steuerbefreiung auch für Gelder gilt, die dann für Aktienrückkäufe und nicht für Investitionen eingesetzt werden, ist offen. Weltweit nehmen die Aktienrückkäufe ab. In Japan liegen sie in diesem Jahr bei weniger als der Hälfte des Vorjahres-Vergleichszeitraums. In Europa liegen die Aktienrückkäufe bei einem Bruchteil ihres Standes vom Hoch 2007. Alles Faktoren, die die internationale Aktienaufwärtsbewegung bremsen sollten.

**Die Mischung aus Gewinn- und Zinsentwicklung spricht für Japan.** Die Gewinnüberraschungen in der aktuellen Berichtssaison sind in Japan ebenfalls weltweit mit am besten (neben Europa). Nachdem im vergangenen Jahr

die größten Aktienverkäufe durch Ausländer in der Geschichte des japanischen Aktienmarktes stattfanden, ist dieser Markt technisch bereinigt. Japan ist derzeit der einzige Markt, an dem die Aktienkurse weniger stiegen als die Gewinne (sonst überall ist die bisherige Hausse weitgehend durch die ungesunde Ausdehnung der Kurs/Gewinn-Verhältnisse, statt durch steigende Gewinne, zu erklären). Für japanische Aktien sollte im laufenden Jahr ein weiteres Kurspotential von 10-15% bestehen. Es dürfte ratsam sein, die Währung Yen abzusichern. Die aggressivste Notenbank-Politik schafft dort die monetären Voraussetzungen für steigende Aktienkurse (positives Chance/Risiko-Verhältnis).

**Die Kursaussichten für Anleihen haben sich wieder verschlechtert.** Nachdem in den USA nach dem Trump-Sieg zunächst die größten Leerverkaufspositionen der Geschichte (Baisespekulationen auf sinkende US-Anleihekurse) aufgebaut worden waren – was in der Regel eine markttechnische Stütze bedeutet, denn die Leerverkäufe müssen kurssteigernd zurückgekauft werden – hat sich nun in einer bisher in Wall Street selten gekannten Gegenbewegung die größte Hausseposition in Terminkontrakten für 10-jährige Staatsanleihen seit über neun Jahren aufgebaut. Zwar gaben viele Frühindikatoren in den USA zuletzt wieder schwächere Signale (nach der Trump-Euphorie), trotzdem bessert sich die US-Konjunktur (wenn auch verhalten), was in der Vergangenheit zu steigenden Zinsen führte. Auch in Europa wird die verbesserte Konjunktur (später!) ihren Zintribut fordern. Es ist zwar denkbar, dass nach dem Macron-Sieg die Zinsunterschiede in Europa wieder kleiner werden (in der Hoffnung, dass Deutschland nach der Bundestagswahl einer europäischen Schuldenvergemeinschaftung zustimmt), aber die Kursaussichten für deutsche Anleihen erscheinen weiterhin im Vergleich zu guten Aktien uninteressant (wenn nicht mittelfristig negativ). An den US-Aktienmärkten passierte technisch teilweise das Gegenteil vom US-Anleihemarkt: Nach Trump waren sehr viele Terminkäufe für den Russell 2000-Index zu beobachten, was aber in jüngster Zeit umschlug in eine größere Zahl von Verkaufsspekulationen. Der Aktienmarkt ist also technisch besser unterstützt als der Anleihemarkt (wenn auch keineswegs in einem Ausmaß, das eine größere US-Aktienhausse erlauben würde).

**Apple**

Kurs 947,60 \$; ISIN US0231351067

Apples Q2-Bericht wurde vielerorts mit Spannung erwartet, hängen von Apple doch auch viele Zulieferer, teils stark, ab. Der Umsatz nahm trotz Wechselkursgegenwind (entsprach ca. 1 Mrd. \$) und anhaltendem Abbau der Lagerbestände um 5% zu. Der Quartalsgewinn pro Aktie lag über, die Zahl der iPhone-Auslieferungen aber unter den Erwartungen. Die Prognose für das 3. Quartal war wie meist konservativ – die Erwartungen darauf sollten auch nicht besonders hoch sein, da potenzielle iPhone-Käufer auf das neue iPhone 8 warten dürften. Positiv war eine gute Nachfrage nach dem Mac (+14% ggü. Vorjahr) oder der Apple Watch, deren Absatz sich verdoppelte. Langfristig noch erhebliches Potenzial bieten iMessage (immerhin 380.000 Nachrichten pro Sekunde während des "Super Bowl") sowie der Bezahlendienst Apple Pay außerhalb Chinas. Negativ ist die anhaltende schwache Nachfrage nach iPads (-12% gegenüber Vorjahr) bzw. in China (-14%). Der chinesische Markt sollte sich jedoch durch das iPhone8 erholen. Immer wichtiger wird für Apple das hochmargige Dienstleistungsgeschäft: Es wuchs zuletzt um 18%, was leicht über den Erwartungen lag. Zudem fragen Kunden vermehrt die teureren "Plus" (+)-Versionen des iPhones nach. Deswegen ist es sehr wahrscheinlich, dass Apple seine Produktpalette zunehmend aufspreizt und (ähnlich wie BMW oder Mercedes) neben Hochpreisprodukten auch Angebote in der mittleren Preisklasse machen wird. Zuletzt war dies bereits bei einem preisgünstigeren iPad oder dem iPhone 6+ der Fall, das in Deutschland beim Discounter Aldi angeboten wird. Diese Strategie ist nicht risikolos – sie ermöglicht aber, jüngere Neukunden (v.a. in Schwellenländern) für Apple zu gewinnen und so langfristig auch andere Apple-Produkte

verkaufen zu können. Wichtig ist dabei, nicht das Markenimage zu verwässern.

Strategisch gesehen entwickelt sich Apple weiterhin weg von einem Wachstumsunternehmen, hin zu einer Cash-Cow. Die Gewinne und Barbestände bzw. der komplette freie Cash Flow werden über Dividenden und Rückkäufe an die Aktionäre ausgeschüttet. Dies wurde nun nochmals um 50 Mrd. \$ aufgestockt. Der Fokus der Investoren sollte nach einem nicht einfachen Sommerquartal zunehmend auf dem iPhone 8 bzw. einem möglichen Superzyklus liegen, was aber auch Enttäuschungspotenzial birgt. Wenn die Nachfrage nach dem iPhone 8 jedoch nur einigermaßen die Erwartungen erfüllt (realistisch aufgrund neuem Design, 3D-Sensor, kabellosem Laden, OLED-Display bei der Premiumvariante), dürften recht viele neue Kunden für das Apple-Ökosystem gewonnen und Bestandskunden zu einem Upgrade bewegt werden können, da sich die vorherigen neuen iPhone-Modelle nur relativ wenig von ihrem jeweiligen Vorgänger unterschieden.

Die größte Sorge vom Apple-CFO war Ende 2016 noch ein starker US-Dollar. Dies hat sich inzwischen weitgehend erübrigt. Dennoch sollten Anleger keine ungebremste Fortsetzung des jüngsten, starken Aufwärtstrends bei Apple erwarten – jedenfalls nicht kurzfristig. Auf die lange Sicht ist die Apple-Aktie mit einem KGV von 14 (für 2017/18) weiterhin günstig, zumal die PE bei einer Bereinigung um die Nettocash-Position noch niedriger wäre. In den Schätzungen der Analysten sind dabei neue mögliche Produkte wie Sprach-Assistenz (Alexa-Konkurrent) oder Produkte rund ums Auto bislang noch gar nicht enthalten, was eine zusätzliche Chance darstellt.

► **Fazit:** *Apple langfristig weiter halten.*

Tab. 1) **Peergroup-Analyse 2017e bzw. 2017/18e**

	<b>Lenovo</b>	<b>Microsoft</b>	<b>Samsung</b>	<b>Apple</b>
EV/Umsatz	0,2	4,7	1,0	2,5
EV/EBITDA	5,0	12,0	3,3	9,3
PE	12	21	8	14
Kurs/Cash Flow	6,2	13,9	5,8	10,2
Kurs/FCF	6,7	18,5	12,2	15,2
KBV	2,1	6,8	1,5	3,2
Dividendenrendite (%)	4,2	2,3	1,5	2,7

Quelle: Unternehmensangaben, eigene Berechnungen; e = geschätzt; Geschäftsjahresende Microsoft 30.06.18, Apple 30.09.18, Lenovo 31.03.18

**eBay**

Kurs 33,93 \$; ISIN US2786421030

eBays Kursrutsch im Oktober bot die erwartete Kaufgelegenheit (siehe FW 42/2016) – im April erreichte eBay ein neues Hoch. Allerdings war die Aktie relativ zum S&P 500 oder zum NASDAQ 100 zuletzt nicht sehr stark – andere US-Technologieaktien, wie beispielsweise Apple, legten dagegen deutlich mehr zu. Risikofreudige Anleger mag das enttäuschen, defensivere Anleger werden von eBays Chance/Risiko-Profil jedoch angesprochen.

Mitte April veröffentlichte eBay seinen Bericht über das 1. Quartal. Umsatz und Nettogewinn lagen leicht über, das EBITDA leicht unter den Erwartungen. Der Gewinn pro Aktie lag bei 0,49 \$ (vorherige Erwartung 0,48 \$). Die Kundenzahl wuchs solide um zwei Millionen neue aktive Nutzer (auf insgesamt 169 Millionen, gegenüber Vorjahr +4%). Das Umsatzwachstum von wechselkursbereinigt 7% lag am oberen Ende der Bandbreite, die auch für das 2. Quartal erwartet wird. Der freie Cash Flow (FCF) erreichte 447 Mio. \$, während im Quartal für 350 Mio. \$ Aktien zurückgekauft wurden. Bis zum Jahresende steht noch eine weitere Milliarde \$ für Rückkäufe zur Verfügung, was beim aktuellen Kurs etwa 3% aller ausstehenden Aktien entspricht. Die über den Marktplatz verkauften Volumina nach Wert wuchsen 4% in den USA bzw. 6% (wechselkursbereinigt) im Rest der Welt. Der Online-Ticketvertrieb StubHub wuchs im 1. Quartal trotz bereits hoher Vergleichswerte aus dem Vorjahr weiter zweistellig um 19% u.a. dank neuer Verträge mit zwei Baseballclubs (LA Angels und Toronto Blue Jays). Zwar dürften sich die früher sogar noch höheren Wachstumsraten von StubHub tendenziell abschwächen, aber durch Skalierbarkeit bietet sich hier langfristig

noch erhebliches Potenzial. Das neue Vermarktungssystem der sog. Classified Ads mit festgelegtem Verkaufspreis wuchs weiter zweistellig mit wechselkursbereinigt 10% beim Umsatz, darunter insbesondere in Deutschland. Mit den Classified Ads will eBay u.a. ein noch breiteres Warensortiment abdecken, z.B. auch Waren, die früher nicht typischerweise über eBay verkauft wurden, wie Autos oder Immobilien. Auch die Classified Ads sollen letztlich dazu dienen, eBays Stellung im harten Wettbewerb mit den vielen anderen Ecommerce-Marktplätzen zu verbessern. Insgesamt soll die Plattformqualität weiter verbessert werden durch die Integration von klaren Preisaussagen und Artikelbewertungen von Nutzern. Ferner soll im Laufe dieses Jahres ein Authentifizierungsservice für hochpreisige Waren eingeführt werden. Strategisch ging eBay eine Partnerschaft mit dem größten indischen Ecommerce-Unternehmen, Flipkart, ein, das bislang nicht börsennotiert ist. eBay verkauft u.a. sein indisches Geschäft (ebay.in) an Flipkart und erhält im Gegenzug eine Beteiligung an den Indern. Gemeinsam wollen beide Chancen im grenzüberschreitenden Geschäft suchen.

Aus dem Bilanzblickwinkel fungiert die Nettoposition an Zahlungsmitteln für den Aktienkurs wie ein Sicherheitsnetz. Zuletzt belief sie sich auf 2,2 Mrd. \$, was etwa 6% des Börsenwertes entspricht. Für die meisten anderen Sektoren wäre das eine hohe Quote, unter Technologieaktien ist das aber nicht ungewöhnlich (Samsung, Apple, Alphabet sogar je um 20%).

► **Fazit:** *Wenn Kundenwachstum und Produktverbesserung weiter anhalten, bietet das Unternehmen einen guten freien Cash Flow (6% FCF-Rendite für 2017) sowie die Chance auf mittelfristig wieder deutlicher steigende Gewinne.*

Tab. 2) **Peergroup-Analyse 2017e bzw. 2017/18e**

	<b>Alibaba</b>	<b>Amazon</b>	<b>Tencent</b>	<b>eBay</b>
EV/Umsatz	9,9	2,7	10,0	4,1
EV/EBITDA	22	24	25	12
PE	28	137	35	17
Kurs/Cash Flow	30	23	25	13
Kurs/FCF	40	38	28	17
KBV	6,2	18,0	9,4	2,2
Dividendenrendite (%)	0,0	0,0	0,3	0,0

Quelle: Unternehmensangaben, eigene Berechnungen; e = geschätzt; Geschäftsjahresende Alibaba 31.03.2018

**Roche GS**

Kurs 267,60 CHF; ISIN CH0012032113

Roche hat sich seit dem Tief im November 2016 gut entwickelt. Ausgangspunkt des Kursaufschwunges sind die attraktiven Zukunftsperspektiven. Diese wurden sowohl durch positive Studienergebnisse, als auch mit den jüngsten Umsatzzahlen (Gewinndaten veröffentlicht Roche unterjährig nur zum Halbjahr), unterstützt: Mit +4,25% gegenüber Vorjahr lag der Konzernumsatz deutlich über den Analystenerwartungen von etwa +2,4%. Dazu trugen sowohl die Pharma- (Umsatz in Franken +3,8%), als auch die Diagnostik-Sparte (+5,8%; 21% des Konzernumsatzes), bei.

Die Wachstumsträger im Bereich Pharmazeutika waren vor allem relativ "junge" Produkte wie das Brustkrebsmedikament Perjeta und Acterna zur Behandlung bei rheumatoider Arthritis. Aber auch bereits ältere Produkte, wie z.B. das Krebsmedikament Herceptin, konnten dank neuer Indikationen leicht wachsen. Wichtig für Roches Zukunft sind hoch effektive Kombinationstherapien von älteren und neuen Krebsmedikamenten, da der Patentschutz für Herceptin in diesem Jahr auslaufen wird. In der sogenannten Aphinity-Studie (Phase III) konnte Roche positive Studienergebnisse vorweisen. Diese testet die Wirksamkeit der Kombinationstherapie Perjeta plus Herceptin mit anschließender Chemotherapie bei einer aggressiven Form von Brustkrebs. Die genauen Studiendaten sind für den diesjährigen Krebs-Fachkongress ASCO im Juni zu erwarten und könnten positives Überraschungspotenzial beinhalten.

In der Pharmasparte interessant ist aktuell noch der bereits in FW 17/2017 skizzierte Patentstreit mit Shire bezüglich deren Hämophilieprodukt

Feiba (Patentschutz bis 2020). Roche hat hierzu ein Konkurrenzprodukt ACE910, das bereits die "Breakthrough Therapy Designation" erhielt und auch deutlich bessere Behandlungserfolge zeigt. Genaue Studiendaten hierfür werden auf dem Fachkongress ISTH im Juli vorgestellt werden. Roche plant die US-Zulassung von ACE910 noch in diesem Jahr, 2018 soll Europa folgen. Im ungünstigsten Fall könnte Roche es erst zwei Jahre später auf den Markt bringen.

Ein weiterer potentieller Blockbuster ist das Multiple-Sklerose (MS) Medikament Ocrevus. Dieses wurde jüngst in einem beschleunigten Zulassungsverfahren auf den US-Markt gebracht. Überraschend – aber passend zu Roches Preisstrategie – ist der Preis dieses deutlich effektiveren und innovativen MS-Medikaments. Ocrevus kommt mit einem signifikanten Preisabschlag von knapp 20% im Vergleich zu anderen MS-Medikamenten und weist zudem eine deutlich höhere Effektivität aus.

Aktuelle Debatten zur Erstattungspolitik in den USA (Obamacare, Medikamentenpreise) sind für Roche kaum relevant, da Roche eine andere Preispolitik als andere Pharmaunternehmen verfolgt: Roche setzt einen fixen Preis an, der dann nicht mehr groß verhandelt wird (keine Rabattverträge wie bei anderen Pharmaunternehmen). Zudem sind die Roche-Produkte, die unter Obamacare fallen, meist innovativ und im Vergleich zu anderen Herstellern ohnehin nicht teuer.

► **Fazit:** Roche ist eines der forschungsstärksten Pharmaunternehmen (mit 15 "Breakthrough Therapy Designations" seit 2013) und im Bewertungsvergleich auch nicht teuer. Bestände halten; auch für Neuengagements sind die Titel trotz jüngstem Kursanstieg noch geeignet.

Tab. 3) Peergroup-Analyse 2017e

	Novartis	Merck & Co.	Pfizer	Roche
EV/Umsatz	4,8	4,7	4,2	4,6
EV/EBITDA	17	12	10	12
PE	17	17	13	17
Kurs/Cash Flow	15	14	14	14
Kurs/FCF	21	16	15	15
KBV	2,5	4,6	3,5	8,0
Dividendenrendite (%)	3,5	3,0	3,9	3,1

Quelle: Unternehmensangaben, eigene Berechnungen

## Ausgewählte monetäre und markttechnische Indikatoren

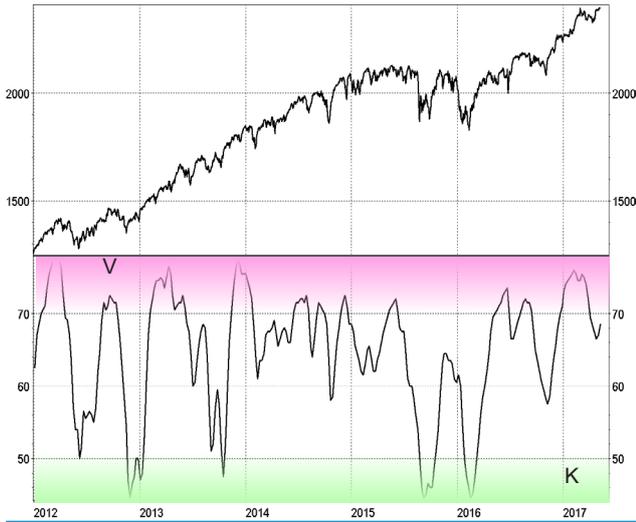
USA			Deutschland		
<b>I) Stimmungsindikatoren</b>			<b>I) Stimmungsindikatoren</b>		
Positive Berater für US-Aktienindex	69% (68%)	↘	Put/Call-Ratio (20-Tage-Ø)	111,25%	→
Börsenbriefe negativ gestimmt	17,9%	↓	Börsenbriefe positiv gestimmt (2-Wo.-Ø)	21,15%	→
Put/Call-Ratio (4-Wochen-Ø)	90,01%	→	Börsenbriefe negativ gestimmt (2-Wo.-Ø)	6,73%	↘
Bulls / . Bears Berater (4-Wochen-Ø)	+37,45%	↓	Sentix-Optimismus (4-Wo.-Gl.)	+4,94%	→
Bulls / . Bears Privatinvestoren AAII (4-Wo.-Ø)	-1,70%	→	Umsatzindikator (10-Tage-Ø)	148.440	↗
Investitionsquote institut. Anleger (NAAIM)	82,35%	↓	Barreserven + Renten in Aktienfonds	20,87%	↑
Barreserven Fondsmanager international	4,9%	↗	<b>Summe Stimmungsindikatoren</b>	<b>+1,0</b>	<b>→</b>
<b>Summe Stimmungsindikatoren</b>	<b>-3,0</b>	<b>↓</b>	<b>II) Trendindikatoren</b>		
<b>II) Trendindikatoren</b>			<b>II) Trendindikatoren</b>		
Advance/Decline-Linie	374.584	↑	Advance/Decline-Linie	-24.891	↑
Aktien über 200-Tage-Linie	60%	→	Aktien über 200-Tage-Linie	92%	↑
Jahreshochs minus -tiefs (5-Tage-Ø)	+66	↗	Jahreshochs minus -tiefs	+22	↗
Börsenkredite in Mrd. \$	536,93	↗	<b>Summe Trendindikatoren</b>	<b>+2,5</b>	<b>↑</b>
<b>Summe Trendindikatoren</b>	<b>+2,0</b>	<b>↑</b>	<b>III) Monetäre Indikatoren</b>		
<b>III) Monetäre Indikatoren</b>			<b>III) Monetäre Indikatoren</b>		
Positive Berater Bonds	37% (37%)	→	6-Monats-Rend.-Veränd. Umlaufrendite	+360%	↓
6-Monats-Rendite Veränd. 30-jährige Bonds	+2,72%	↓	Zinsstrukturind. (lang- minus kurzfr. Zins)	0,69%	↗
Zinsstrukturind. (lang- minus kurzfr. Zins)	+2,14%	↑	Geldmenge M1 gegenüber Vorjahr	+8,48%	↑
Geldmenge M1 gegenüber Vorjahr	+6,82%	↗	Überschussliquidität	+4,48%	↑
Kreditvolumen US-Gesch.-Banken (in Mrd. \$)	12.564,3	↗	<b>Summe monetäre Indikatoren</b>	<b>+0,5</b>	<b>→</b>
Überschussliquidität	+2,82%	↗	<b>Gesamtindikator (I+II+III)</b>	<b>+4,0</b>	<b>↑</b>
<b>Summe monetäre Indikatoren</b>	<b>+0,5</b>	<b>→</b>	<b>Edelmetalle und Rohstoffe</b>		
<b>Gesamtindikator (I+II+III)</b>	<b>-0,5</b>	<b>→</b>	<b>Edelmetalle und Rohstoffe</b>		
<b>Schweiz</b>			<b>Edelmetalle und Rohstoffe</b>		
<b>I) Stimmungsindikatoren</b>			<b>I) Stimmungsindikatoren</b>		
Put/Call-Ratio (20-Tage-Ø)	148,00%	↑	Positive Berater für Gold	52% (53%)	→
Umsatzindikator (10-Tage-Ø)	61.891	↗	Comex Gold Future-Kontrakte netto (Long)	143.611	↘
<b>Summe Stimmungsindikatoren</b>	<b>+1,5</b>	<b>↗</b>	Positive Berater für Silber	48% (51%)	→
<b>II) Trendindikatoren</b>			<b>II) Trendindikatoren</b>		
Advance/Decline-Linie	-1.815	↑	Positive Berater für Rohöl	46% (49%)	→
Aktien über 200-Tage-Linie	100%	↑	<b>Währungen</b>		
Jahreshochs minus -tiefs (5-Tage-Ø)	+35	↑	Positive Berater für Euro (gegenüber \$)	37% (35%)	→
<b>Summe Trendindikatoren</b>	<b>+3,0</b>	<b>↑</b>	Positive Berater für Franken (gegenüber \$)	30% (29%)	→
<b>III) Monetäre Indikatoren</b>			<b>III) Monetäre Indikatoren</b>		
6-Monats-Rend.-Veränd. Bundesobl.	-81,82%	↓	Positive Berater für Yen (gegenüber \$)	39% (40%)	→
Zinsstrukturind. (lang- minus kurzfr. Zins)	+0,69%	↗	Positive Berater für Brit. Pfund (gegenüber \$)	35% (33%)	→
Geldmenge M1 gegenüber Vorjahr	+4,95%	↗	Positive Berater für US-Dollar-Index	62% (60%)	→
<b>Summe monetäre Indikatoren</b>	<b>0,0</b>	<b>→</b>	<b>Dividendenrendite (geschätzt für aktuelles Jahr)</b>		
<b>Gesamtindikator (I+II+III)</b>	<b>+4,5</b>	<b>↑</b>	USA (S&P 500)	2,03%	↘
<b>Europa/Asien</b>			<b>Dividendenrendite (geschätzt für aktuelles Jahr)</b>		
Europa Geldmenge M1 gegenüber Vorjahr	+9,29%	↑	Deutschland (DAX)	2,89%	↑
Überschussliquidität Europa	+5,99%	↑	Österreich (ATX)	2,93%	↑
China Geldmenge M1 gegenüber Vorjahr	+18,80%	↑	Schweiz (SMI)	3,37%	↑
Überschussliquidität China	+11,00%	↑	Japan (Nikkei)	1,84%	↑
Japan Geldmenge M1 gegenüber Vorjahr	+8,79%	↑	Hong Kong (HSI)	3,36%	↑
<b>Sonstige Indikatoren</b>			<b>Sonstige Indikatoren</b>		
Veränd. Industrieproduktion China (ggü. Vj)	+7,6%		China (CSI 300)	2,23%	↓
Veränd. US-Industrieproduktion (ggü. Vj.)	+1,5%		<b>Kurs/Gewinn-Verhältnis (geschätzt für aktuelles Jahr)</b>		
Veränd. Industrieproduktion Deutschland (ggü. Vj.)	+1,9%		USA (S&P 500)	18,5	→
Veränd. Industrieproduktion Japan (ggü. Vj.)	+4,7%		Deutschland (DAX)	14,1	↗
Auslandsforderungen Dt. Bundesbank (Target 2)	843,4 Mrd. €		Österreich (ATX)	14,7	↗
Internationale Aktienindizes über 200-Tage-Linie	97,10%	↑	Schweiz (SMI)	18,2	↗
<b>Erläuterungen:</b> ↑ positiv   ↗ neutral positiv   → neutral   ↘ neutral negativ   ↓ negativ   ( ) Wert Vorwoche			<b>Erläuterungen:</b> ↑ positiv   ↗ neutral positiv   → neutral   ↘ neutral negativ   ↓ negativ   ( ) Wert Vorwoche		

### Impressum

Die FINANZWOCHE erscheint bei der FINANZWOCHE Verlagsgesellschaft für Anlageinformation mbH. Anschrift: Georgenstr. 1, D-82049 Pullach, Tel. 089/5203770, Fax 089/52037733, Internet: www.finanzwocche.de, E-Mail: info@finanzwocche.de. Redakteur: Rüdiger Rentsch, Geschäftsführer: Dr. Jens Ehrhardt. Erscheinungsweise: 1 x wöchentlich (unter Vorbehalt des Verlags). Bezugspreis: 211,31 EUR (Quartal), 389,25 EUR (Halbjahr) und 722,960 EUR (Jahr). Fax-Gebühren (europäisches Ausland) 23 EUR (Quartal), 46 EUR (Halbjahr), 92 EUR (Jahr); Welt auf Anfrage. Internet- und E-Mail-Ermäßigung: 8% des Bezugspreises. Bankverbindungen: Postbank München (IBAN DE51700100800041035803, BIC PBNKDEFF, PostFinance St. Gallen (IBAN CH2409000000800471844; BIC POFICHBEXXX). Zahlungen für den laufenden Bezug sind im voraus fällig. Kündigungsfrist: 6 Wochen zum Ende des vereinbarten Bezugszeitraums. Abonnement-Vorauszahlungen können nicht erstattet werden. Der Inhalt (incl. aller Zahlenangaben) ist ohne Gewähr. Der Verlag unterwirft sich den Journalistischen Verhaltensgrundsätzen und Empfehlungen des Deutschen Presserates zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung (beschlossen am 02.03.2006). Abonnenten erhalten in den Pullacher Verlagsräumen zu normalen Bürozeiten Einblick in die privaten Wertpapiertransaktionen aller FINANZWOCHE-Mitarbeiter. Alle Informationen beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Sie dienen lediglich der Information und begründen kein Haftungs-obligo. Bei Aktien bestehen gegenüber festverzinslichen Wertpapieren neben höheren Renditechancen auch wesentlich größere Risiken und ein Totalverlust kann nicht ausgeschlossen werden. Die Depotanteile einzelner Aktien sollten daher maximal 5 % betragen. Bei den riskanteren Optionsscheinen sollte der Depotanteil noch kleiner sein bzw. der Gesamtdepotanteil höchstens 5 - 10 % betragen. Kein Teil der FINANZWOCHE darf (auch nicht auszugsweise) ohne unsere ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung reproduziert werden. Jede im Bereich eines gewerblichen Unternehmens hergestellte oder genutzte Kopie verpflichtet zur Gebührenzahlung an den Verlag. Erfüllungsort und Gerichtsstand: München. Druck: Pietro-Druck, Neubiberg.

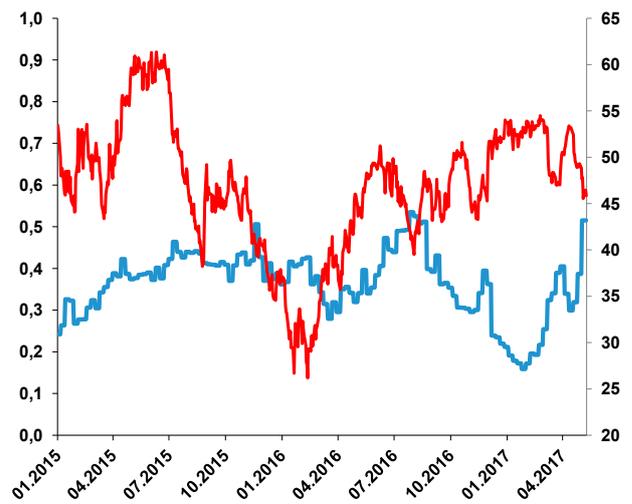
# Stimmungsindikatoren Aktienmarkt USA/Deutschland

S&P 500 (oben) vs. US-Aktienindex-Optimisten (2-Wo.-Gl.)



Indikator bleibt hoch; belastend

Ölpreis (rot, rechte Skala) und Öl-Leerverkäufe (blau, links)



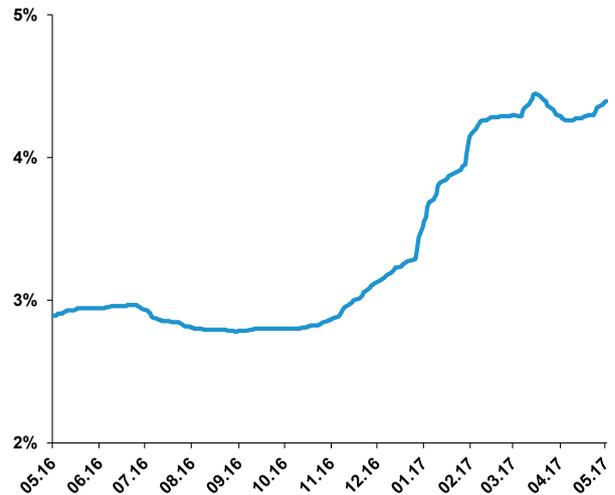
hohe Baissespekulationen könnten neuen Ölpreisanstieg und bessere Energieaktienkurse auslösen (Quelle: Datastream)

S&P 500 (oben) vs. Put/Call-Ratio USA (4-Wo.-Glättung)



neutral für US-Aktien

China: 3-Monats-Geldmarktzins (SHIBOR)



Zinsanstieg bremst chinesischen Immobilienmarkt (Quelle: eigene Darstellung)

DAX (30 Aktien) vs. dt. Börsenbriefe positiv (4-Wo.-Gl.) in %



deutsche Börsenbriefe neutral

DAX (oben) vs. Put/Call-Ratio dt. Aktien (20-Tage-Glättung)



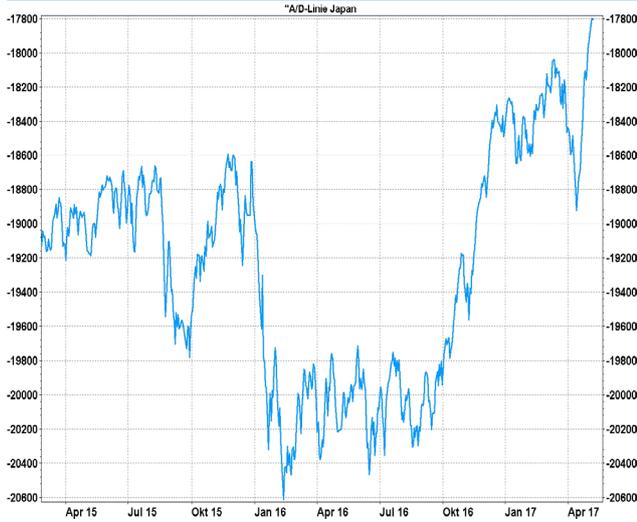
Put/Call-Ratio neutral für DAX, aber 5-Tage-Durchschnitt nur bei 100

V Verkaufszone

K Kaufzone

# Stimmungsindikatoren Zinsen/Währungen/Rohstoffe/Diverses

Advance/Decline-Linie Japan



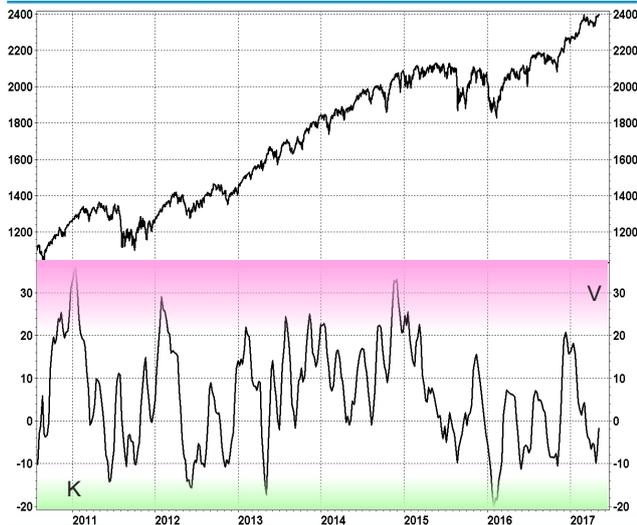
japanische (ebenso deutsche) A/D-Linie mit neuem Hoch, spiegelt im Gegensatz zu USA starke Marktbreite

Euro in USD (oben) vs. positive Berater für Euro (2-Wo.-Gl.)



neutral für Euro

S&P 500 (oben) vs. Bulls ./. Bears AAll USA (4-Wo.-Gl.)



Indikator neutral für US-Aktien

Gold in USD (oben) vs. positive Berater Gold (2-Wo.-Gl.)



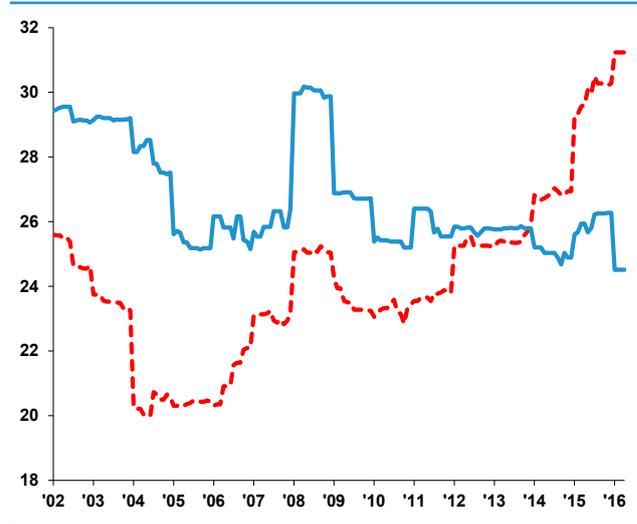
neutral für Gold

DAX (o.) vs. Sentix Optimismus Ges.-Index DAX kurzfr. (4-Wo.-Gl.)



Sentix drehte an der Null-Linie; trendbestätigend wie 2013?

Verschuldung von Eurozone- bzw. US-Unternehmen



Bruttoschulden relativ zu Gesamtvermögen der Unternehmen in %; Eurozone (blau), USA (rot, gestrichelt); Quelle: Soc. Gen.

V / RA Verkaufszone/Renditeanstieg

K / RR Kaufzone/Renditerückgang