



Geldanlage

Was Qualität kostet!

27.06.2024 - Dr. Bert Flossbach

Die Aktiauswahl ist eine eigene Disziplin, mit unterschiedlichen Fallstricken. Warum manches Unternehmen „geschenkt“ noch zu teuer ist - und das großartigste nicht unbedingt ein gutes Investment sein muss.

Um die Chancen und Risiken eines Investments möglichst realistisch einschätzen zu können, muss man ein plausibles Qualitätsurteil über das Unternehmen treffen. Die Qualität hat zwei Dimensionen: zum einen die fundamentale Basis und zum anderen die Wachstumsperspektive. Davon hängt ab, ob die Aktie überhaupt als Investment in Betracht kommt und wenn ja, welchen Preis man dafür zu zahlen bereit ist.

Die fundamentale Basis eines Unternehmens lässt sich als dessen Robustheit (Widerstandsfähigkeit gegen Krisen) und Resilienz (Anpassungsfähigkeit) beschreiben, was sich vor allem in der Ertragsicherheit niederschlägt.

Wie stark wirken Konjunkturzyklen, Rohstoffpreisentwicklungen, Trends oder Regulierung auf die Gewinnentwicklung ein? Wie abhängig ist das Unternehmen von einzelnen Produkten, Märkten, Kunden oder Lieferanten? Wie gut ist der Schutzwall gegenüber der Konkurrenz, wie solide ist die Bilanz (Verschuldungsgrad, Zinslast), wie gut sind das Management und die Corporate Governance?



Warum die "Basis" so wichtig ist

Der Wert eines Unternehmens wird in erster Linie durch dessen zukünftige Erträge definiert, deren Höhe naturgemäß mit Unsicherheit behaftet ist. Je robuster und resilienter (anpassungsfähiger) ein Unternehmen ist, desto fundierter lässt sich auch das zukünftige Ertragspotenzial schätzen. Ohne eine ausreichende fundamentale Basis werden Wachstumsschätzungen zu einem Lotteriespiel, wie die hochtrabenden Erwartungen bei vielen Highflyern des Pandemie-Booms gezeigt haben.

Bei relativ ertragssicheren Unternehmen, deren Erträge einem kontinuierlich dahinfließenden Strom gleichen, halten sich mögliche Schätzfehler in Grenzen. Typische Beispiele sind große Konsumgüterkonzerne mit bescheidenem, aber verlässlichem Wachstum oder etablierte Dienstleistungs- oder Softwareunternehmen mit einer gefestigten Kundenbasis und einem hohen Anteil wiederkehrender Umsätze.

Schwerer ist es dagegen, den Wachstumspfad von Unternehmen zu bestimmen, die einem starken technologischen Wandel, wechselnden Trends oder einem sehr intensiven Wettbewerb ausgesetzt sind. Vor allem der von großer Dynamik geprägte Technologie-Sektor bietet eindrucksvolle Beispiele von negativen und positiven Überraschungen, wie folgendes Fallbeispiel aus der Halbleiterbranche zeigt:

Intensiver Wettbewerb und wechselnde Trends

Lange Zeit war AMD ein strauchelndes Unternehmen, das vom haushoch überlegenen Konkurrenten Intel sogar unterstützt wurde, um sich die Monopolkommission vom Hals zu halten. Ende 2014 lag der Börsenwert von AMD bei nur noch zwei Milliarden US-Dollar. Der übermächtige Konkurrent Intel war damals mit über 180 Milliarden US-Dollar 90-mal wertvoller.

Dann übernahm die in Taiwan geborene Lisa Su das Ruder bei AMD, entwickelte eine neue Chip-Architektur namens Zen und profitierte von der Auslagerung der Produktion an externe Auftragsfertiger, während Intel mit großem Aufwand weiterhin seine eigenen Chips produzierte. Während AMD seine Erlöse vervierfachen und den freien Cashflow auf zuletzt drei Milliarden US-Dollar steigern konnte, stagniert der Umsatz von Intel und der freie Cashflow ist von plus zehn Milliarden auf minus zehn Milliarden eingebrochen. Heute liegt der Börsenwert von AMD über dem von Intel. Jetzt plant AMD sogar einen „Angriff“ auf Nvidia, den Superstar der Branche.

Nvidia wird ebenfalls von einem taiwanesischen Manager (dem Gründer Jensen Huang) geführt, der von Anfang an auf die wenig kapitalintensive Fremdfertigung setzte. Bis vor einigen Jahren entwickelte Nvidia vor allem Grafikchips für Computerspiele. Das war ein einträgliches, aber begrenztes Geschäft mit hoch einstelligen Wachstumsraten. Der Aktienkurs dümpelte in dieser Zeit vor sich hin und erreichte erst Mitte 2015 wieder das Niveau von Anfang 2002.

Der einsetzende Krypto-Boom bescherte Nvidia einen Nachfrageschub. Der Umsatz stieg von fünf Milliarden US-Dollar im Jahr 2015 auf 27 Milliarden im Jahr 2021, und der Gewinn schoss von 600 Millionen auf fast zehn Milliarden US-Dollar in die Höhe. Mit dem Einbruch des Bitcoin-Preises fiel auch die Nachfrage



nach Nvidia-Chips. Der Gewinn halbierte sich auf 4,4 Milliarden US-Dollar, und die Aktie verlor zwei Drittel ihres Werts.

Auch eine Frage des Glücks

Dann stand das Schicksal Nvidia ein zweites Mal unerwartet zur Seite: Mit ChatGPT begann Ende 2022 der Boom rund um die Künstliche Intelligenz (KI) und schuf einen neuen, viel größeren Anwendungsbereich für die leistungsstarken Nvidia-Chips, die aufgrund ihrer Knappheit bis zu 30.000 US-Dollar kosten. Nvidias Gewinn stieg im Geschäftsjahr 2024 (Februar 2023 bis Januar 2024) auf 30 Milliarden US-Dollar und könnte nach Schätzungen der Analysten im kommenden Geschäftsjahr 50 Milliarden erreichen.

Allerdings weckten die Knappheitspreise und das hohe Marktpotenzial auch das Interesse anderer Chipproduzenten wie AMD, das jüngst eine leistungsstarke, aber günstigere Alternative vorgestellt hat. Außerdem ist Großkunden wie Microsoft, Amazon, Alphabet und Co. die Abhängigkeit von einzelnen Lieferanten ein Dorn im Auge, weshalb sie die Entwicklung eigener Prozessoren forcieren.

Nvidia ist das mit Abstand wertvollste und wahrscheinlich bestgeführte Unternehmen aus der Chipbranche. Die Vergangenheit lehrt aber, dass Erfolg, vor allem in dynamischen Branchen, manchmal auch ein wenig Glück benötigt. Die Wachstumsperspektiven, die man einem Unternehmen zubilligt, sollten deshalb nicht mit mathematischer Präzision, sondern eher in Kategorien ausgedrückt werden.

Aus diesem Grund geben auch die Unternehmenschefs zumeist nur grobe Indikationen zum erwarteten Wachstumspfad des Unternehmens wie: „zweistellig“, „hoch- oder mitteleinstellig“. Unsere Wachstumskategorien reichen von 5 für ein deutlich zweistelliges Gewinnwachstum bis 0 für Nullwachstum oder schrumpfende Gewinne.

Das finale Qualitätsrating ergibt sich aus der Kombination von fundamentaler Basis und den Wachstumsperspektiven eines Unternehmens. Qualität hat ihren Preis, aber nicht jeden. "It's far better to buy a wonderful company at a fair price than a fair company at a wonderful price." Diese Erkenntnis schreibt Warren Buffett seinem [im November verstorbenen kongenialen Partner Charlie Munger zu](#).

[Am Anfang seiner Investmentkarriere habe Buffett zu sehr auf den Preis und zu wenig auf die Qualität eines Unternehmens geachtet](#), sagte Munger einst. Die Schlussfolgerung lautete: Lieber mehr bezahlen und dafür Unternehmen mit solider Ertragsbasis und langfristig guten Wachstumsperspektiven kaufen. [Allerdings kennt auch der Preis für Topunternehmen Grenzen](#). Denn wenn alles Gute schon im Börsenkurs „eingepreist“ ist, hat die Aktie bereits einen wesentlichen Teil ihres Potenzials aus der Zukunft entliehen. Dann droht eine längere Phase unterdurchschnittlicher Performance.

Nicht jeden Preis zahlen

Die von Buffett beschriebene Topqualität zu fairen Preisen ist seltener geworden, weshalb seine Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway auf einem Cash-Berg von mehr als 150 Milliarden US-Dollar sitzt. Der wird aktuell zwar mit gut fünf Prozent sehr ansehnlich verzinst, soll aber langfristig höher



rentierlich angelegt werden.

Buffett hat zumindest ein Unternehmen identifiziert, bei dem das Verhältnis von Qualität und Bewertung so attraktiv ist, dass er dort kontinuierlich investiert – Berkshire Hathaway. In den vergangenen drei Jahren hat Berkshire Hathaway eigene Aktien im Gegenwert von 51 Milliarden US-Dollar zurückgekauft.

Auch wenn die Aktien eingezogen wurden, war es für die Aktionäre ein gutes Investment, denn ihr Anteil an dem hochprofitablen Unternehmen ist entsprechend gestiegen, und das hat sich auch positiv auf den Aktienkurs ausgewirkt, der seit Anfang 2021 um 58 Prozent zulegen konnte. Damit wieder mehr Topqualität zu fairen Preisen erhältlich ist, müssten die Bewertungen fallen. Das ginge am schnellsten, wenn die Aktienkurse einbrechen würden wie zur Jahrtausendwende oder 1972, als die hoch bewerteten Wohlfühlaktien, die damals als „Nifty Fifty“ bezeichnet wurden, einen Bewertungscrash erlitten. Das halten wir für sehr unwahrscheinlich.

Denkbar wäre aber, dass sich die Bewertungen der zinsensitiven Wachstumsaktien sukzessive reduzieren, wenn sich die Hoffnungen auf deutlich sinkende Zinsen und Anleiherenditen, [die vergangenes Jahr zu einem Happy End an den Börsen geführt haben](#), als überzogen erweisen. Damit würde sich auch der eingangs beschriebene Performanceunterschied zwischen den hoch bewerteten Schwergewichten in den Aktienindizes und dem Durchschnitt aller Aktien reduzieren und der Markt wieder auf breiteren Beinen stehen.



Über die verfassende Person

Dr. Bert Flossbach

Gründer und Eigentümer der Flossbach von Storch SE seit 1998.

RECHTLICHER HINWEIS

Diese Veröffentlichung dient unter anderem als Werbemitteilung.

Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen von Flossbach von Storch zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Zukunftserwartung von Flossbach von Storch wider, können aber erheblich von den tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnissen abweichen. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann keine Gewähr übernommen werden. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück.

Mit dieser Veröffentlichung 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. Sie ersetzen unter anderem keine individuelle Anlageberatung.

Diese Veröffentlichung unterliegt urheber-, marken- und gewerblichen Schutzrechten. Eine Vervielfältigung, Verbreitung, Bereithaltung zum Abruf oder Online-Zugänglichmachung (Übernahme in andere Webseite) der Veröffentlichung ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung von Flossbach von Storch zulässig.

Angaben zu historischen Wertentwicklungen sind kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.



© 2024 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.