

# Märkte

Alle Börsen, Devisen, Obligationen, Rohstoffe im Monitor ab Seite 32

- 18 Drei magische Worte retten den Euro
- 18 Draghis Hilfe kam vier Jahre zu spät
- 19 Die EZB bestimmt den Kurs der SNB
- 22 «Pharma-Aktien werden aufholen»

## Angst vor neuer Tech-Blase ist unbegründet

Die starke Kursentwicklung des IT-Sektors weckt alte Befürchtungen. Die Branchenvertreter dürfen allerdings nicht über einen Kamm geschoren werden.

FRANK HEINIGER

Tech regiert die Börsenwelt. Wer daran zweifelt, braucht bloss die Top Ten der weltgrössten Konzerne zu betrachten: Ganze sieben IT-Giganten figurieren inzwischen im illustren Kreis – und die jüngsten Kursavancen haben ihren kombinierten Börsenwert auf rund 5 Bio. Fr. anschwellen lassen (vgl. Grafik 1).

Angesichts dieser Dominanz mehren sich Stimmen, die im aktuellen Marktgefüge eine neue Tech-Blase erkennen. Diese Befürchtungen sind allerdings nur teilweise gerechtfertigt: Zwar existieren tatsächlich Bereiche, in denen die Bewertungen luftige Höhen erreicht haben – etwa bei den Unicorns (vgl. Textbox rechts). Gerade unter den grossen Tech-Namen gibt es aber durchaus Unternehmen, die angesichts ihrer Bilanzqualität und der hohen Wachstumsraten günstig sind.

Welch zentrale Rolle der IT-Sektor inzwischen gerade am US-Aktienmarkt spielt, macht die bisherige Jahresperformance deutlich. So notiert der S&P 500 zwar rund 5% im Plus. Ohne den Beitrag des IT-Sektors, der seit Jahresbeginn 16% zulegen konnte, verbliebe der amerikanische Leitindex freilich im Minus.

Wichtiger Treiber dieser Avance sind die FAANG-Titel – die Gruppe aus Facebook, Apple, Amazon, Netflix und Alphabet (Google). Die Hausse ist allerdings breit abgestützt. So notiert der technologieelastige Nasdaq 100 Equal Weighted, in dem alle hundert Indexmitglieder gleich stark gewichtet werden, ebenfalls nahe einem Allzeithochst (vgl. Grafik 2).

### Popularität macht skeptisch

Die Popularität des IT-Sektors gibt inzwischen auch Profianlegern zu denken. Das zeigte jüngst die Fondsmanagerumfrage von Bank of America Merrill Lynch. Laut den befragten Investoren ist die Spekulation auf steigende Kurse der FAANG-Titel mit Abstand der «Most Crowded Trade» – also die am meisten überlaufene Wette.

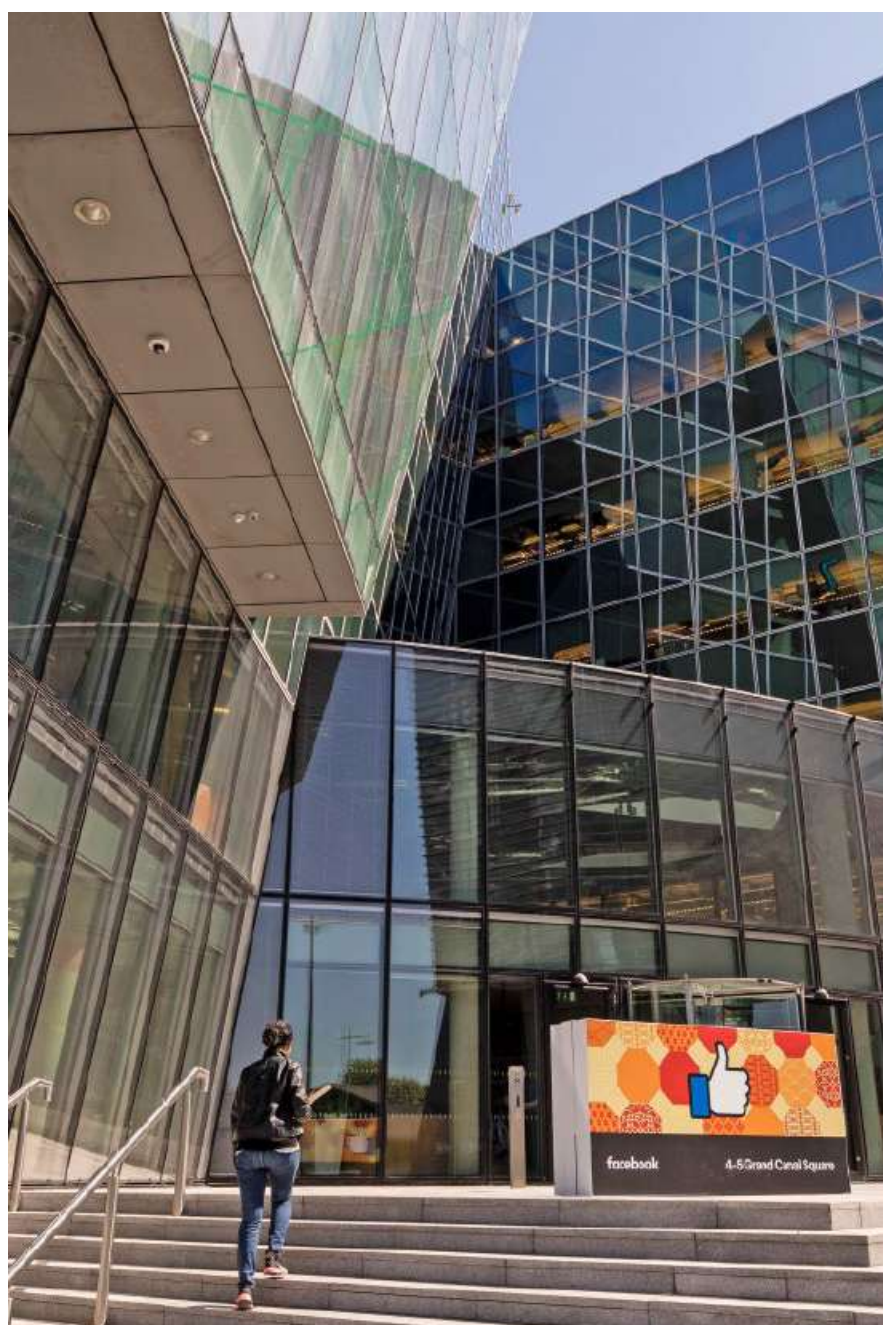
Das hat die Investoren freilich nicht davon abgehalten, fleissig weiteres Kapital in den Sektor zu stecken: Laut dem Datendienstleister EPFR sind im bisherigen Jahresverlauf netto über 20 Mrd. \$ in tech-fokussierte Aktienfonds geflossen. Das übertrifft bereits jetzt den Nettozufluss des Gesamtjahres 2017 von 18,3 Mrd. \$.

Kein Wunder, stellt sich nun die Frage, ob sich die Aktienkurse vom wirtschaftlichen Fundament entkoppelt haben. Einen ersten Hinweis gibt das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV): Während sich das Bewertungsniveau des S&P 500 seit Jahresbeginn leicht ermässigt hat, notiert der IT-Sektor mit 18,5 nahe einem langjährigen Höchst (vgl. Grafik 3). Der Aufschlag gegenüber dem Gesamtmarkt war schon lange nicht mehr so gross wie jetzt.

Die Bewertung relativiert sich jedoch, wenn man weitere Faktoren berücksichtigt, die zugunsten des IT-Sektors sprechen – wie etwa die üppigen Kapitalpolster, die soliden Bilanzen, die etablierten Geschäftsmodelle, die stattlichen Cashflows sowie die hohen Wachstumsraten.

Eine Möglichkeit, Letztere in die Betrachtung einzubeziehen, gibt die PEG Ratio. Dabei wird das Kurs-Gewinn-Verhältnis durch die längerfristige Wachstumsrate dividiert. Grundsätzlich gilt: Je niedriger die Kennzahl, desto attraktiver ist das Unternehmen bewertet, wobei meist 1 als «fair» angesehen wird. Auf dieser Basis wirken unter den grossen IT-Namen sowohl Alphabet als auch Facebook attraktiv. Auch Apple erscheint nicht überbeurteilt. Amazon notiert dagegen deutlich über den Peers (vgl. Grafik 4).

Ein weiterer Faktor, der positiv zu werten ist, sind die Geschäftsmodelle: Wäh-



Facebook zählt zu den Titeln, die hohes Wachstum mit moderater Bewertung verbinden.

zwischen in Märkten mit so hohen Eintrittsbarrieren, dass man von einem «Economic Moat» sprechen kann – dem von US-Investorenlegende Warren Buffett popularisierten Begriff des «Burggrabens», der es den Unternehmen erlaubt, längerfristig die Marktstellung und damit auch die Margen und den Profit zu sichern.

### Im Fokus der Regulatoren

Diese Entwicklung hat jedoch auch ihre Schattenseiten: Gerade weil Apple, Amazon oder Alphabet in ihren Tätigkeitsfeldern dominieren, geraten sie immer stärker in den Fokus der Regulierungsbehörden. Das hat jüngst das Urteil der europäischen Wettbewerbsbehörde gezeigt, die gegen Alphabet eine Strafe von fast 5 Mrd. \$ verhängt hat, weil der Konzern mit dem mobilen Betriebssystem Android seine Marktmacht missbraucht habe.

Ein weiteres Beispiel ist die im Mai in Kraft getretene Verschärfung der EU-Datenschutzbestimmungen. Stefan Rehder von der Investmentboutique Value Intelligence Advisors wertet dies aber nicht per se als negativ: «Die Richtlinien, die in Europa verabschiedet wurden, treffen vor allem die kleineren Anbieter. Bei etablierten Plattformen sind die Nutzer eher bereit, die Bestimmungen zu akzeptieren. Der Economic Moat um Facebook und Alphabet im Bereich digitales Advertising hat sich damit sogar noch vergrössert.»

Skeptischer sind die Analysten des US-Investmenthauses Research Affiliates. Sie halten die Marktkonzentration der Tech-Giganten für nicht nachhaltig – unter anderem, weil die Konzerne so gross geworden sind, dass sie sich vermehrt gegenseitig ins Gehege kommen. Anschauungsunterricht liefern frühere Phasen mit hoher Konzentration, etwa die Tech-Blase der Jahrtausendwende oder die Dominanz des Energiesektors Anfang 2008: Wiederholt sich die Geschichte, dürfte gemäss Research Affiliates der Grossteil der Top-Konzerne über die nächsten zehn Jahre den Gesamtmarkt unterperformen.

### Auf solide Namen setzen

Welche Schlussfolgerung lässt sich nun ziehen? Über den gesamten IT-Sektor betrachtet ist das Bewertungsniveau zwar stattlich, doch von einer Blase noch ein gutes Stück entfernt. Wer sich auf grosse Branchenvertreter konzentriert, die ein solides Geschäftsmodell mit einer attraktiven Bewertung verbinden, kann weiterhin mit Kursavancen rechnen.

Positiv ragen etwa Alphabet und Facebook hervor. «Facebook schafft es immer besser, die verschiedenen Plattformen wie etwa Instagram zu monetarisieren. Das wird sich auch in der Kapitalgenerierung zeigen», meint Rehder. «Wir halten es für möglich, dass der freie Cashflow des Konzerns über die nächsten drei Jahre um mehr als 25% pro Jahr steigen wird – und das von einer komfortablen Basis aus.»

Auch Matthew Benkenhoff, CIO bei Vontobel Asset Management, erklärte vor kurzem zu FuW: «Schockierend günstig sind Alphabet und Facebook. Beide handeln zu einem KGV um die 20, wenn man das Cash abzieht, das sie in ihrer Bilanz halten – und dies bei mittlerem bis hohem zweistelligem Gewinnwachstum.»

Eher riskant wirkt nach dem jüngsten Kursanstieg dagegen Amazon. «Amazon ist komplexer als Alphabet oder Facebook. Die Qualität des Geschäftsmodells ist zwar relativ unumstritten. Dennoch erfordert das fortgeschrittene Preisniveau der Aktie vergleichsweise spekulative Annahmen in Bezug auf zukünftigen Ertrag, sodass sich Quality-Value-Anleger hier wesentlich schwerer tun als bei Facebook oder Alphabet», erklärt Rehder.

## Überbewertete Einhörner

Nicht nur bei den kotierten Technologiekonzernen machen sich Sorgen um eine Blasenbildung breit. Auch bei den sogenannten Unicorns (Einhörnern) – meist im Tech-Sektor tätigen Start-ups, die bereits vor ihrem Börsengang eine Bewertung von 1 Mrd. \$ erreichen – häufen sich Zweifel, ob die Bewertungen angemessen sind.

Noch vor fünf Jahren war die Herde relativ überschaubar: Rund vierzig Exemplare waren für eine aggregierte Bewertung von knapp 100 Mrd. \$ verantwortlich. Inzwischen ist die Gruppe laut CB Insights auf 256 Unicorns mit einer Gesamtbewertung von 838 Mrd. \$ gewachsen (vgl. Tabelle unten). Gewisse Trendthemen stechen dabei ins Auge: Allein unter den zwanzig grössten Unternehmen sind gegenwärtig vier Fahrdienste zu finden.

Das starke Wachstum wird von diversen Marktbeobachtern als Indiz gewertet, dass viele der Start-ups überbewertet sind. Der Trend lässt sich allerdings zum Teil auch auf einen Paradigmenwechsel zurückführen: Anfang der Nullerjahre kam ein Technologieunternehmen im Schnitt bereits drei Jahre nach der Gründung an den Aktienmarkt. Inzwischen hat sich die Zeitspanne bis zum Börsengang auf rund sieben Jahren erweitert. Dazu trägt unter anderem bei, dass sich auch klassische Vermögensverwalter immer früher an Finanzierungsrounds beteiligen.

Dennoch gibt es mehrere Studien, die in der Einhorngruppe eine Blase erkennen. So kommt eine Analyse des National Bureau of Economic Research (NBER) zum Schluss, dass die Unicorns durchschnittlich 50% überbewertet sind. Häufig werde in der gegen aussen kommunizierten Zahl der komplexen Kapitalstruktur der Start-ups zu wenig Beachtung geschenkt. Vorzugsaktien weisen teilweise so generöse Rechte auf, dass die normalen Stammaktien fast wertlos sind.

Solche Übertreibungen stellen für Privatanleger an sich kein Problem dar, wird jeglicher Wertverlust doch letztlich von Investoren wie etwa den Private Equity Funds absorbiert. Dennoch ist Vorsicht angebracht – gerade dann, wenn die Unternehmen an den Aktienmarkt gelangen: Gemäss einer Erhebung des Warrington College of Business der University of Florida für 2017 waren – auf Basis des Gewinns pro Aktie – 76% der neu an den US-Aktienmarkt gekommenen Unternehmen in den zwölf Monaten vor dem IPO unprofitabel. Das entspricht dem höchsten Niveau seit der Dotcom-Blase, als über 80% der Gesellschaften zum Zeitpunkt des Börsengangs Verlust schrieben.

### Grösste Unicorns der Welt

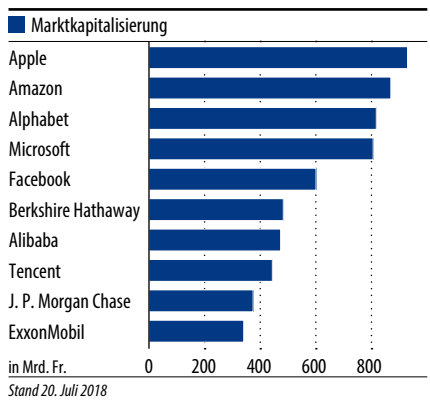
Unternehmen	Bewertung in Mrd. \$	Land	Tätigkeit
Uber	68,0	USA	Fahrdienst
Didi Chuxing	56,0	China	Fahrdienst
China Internet Plus	30,0	China	eCommerce
Airbnb	29,3	USA	eCommerce
SpaceX	21,5	USA	Transport
Palantir Tech.	20,0	USA	Big Data
Toutiao (Bytedance)	20,0	China	Dig. Medien
Lu.com	18,5	China	Fintech
Pinduoduo	15,0	China	eCommerce
Pinterest	12,3	USA	Social Media
Bitmain Tech.	12,0	China	Blockchain
Lyft	11,5	USA	Fahrdienst
Global Switch	11,0	UK	Hardware
Infor	10,0	USA	Internet
DJI Innovations	10,0	China	Hardware
GrabTaxi	10,0	Singapur	Fahrdienst
Stripe	9,2	USA	Fintech
Snapdeal	7,0	Indien	eCommerce
Manbang	6,0	China	Logistik
Lianjia (Homelink)	5,8	China	eCommerce

rend der Dotcom-Blase wurde der IT-Sektor von Unternehmen bevölkert, die kein solides Business vorzuweisen hatten und oft in der Verlustzone operierten. Inzwischen haben viele Branchenvertreter eine solche Solidität und Berechenbarkeit erlangt, dass sie verstärkt auch von value-

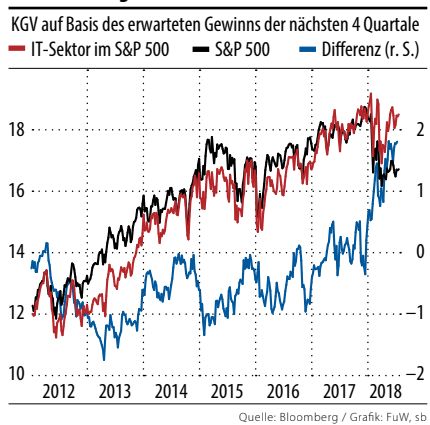
orientierten Anlegern berücksichtigt werden. Das lässt sich auf anekdotischer Basis daran erkennen, dass immer häufiger Namen wie Alphabet in den Top-Beteiligungen von Value-Fonds auftauchen.

Mit ein Grund für diesen Wandel: Branchengrössen wie Alphabet operieren in-

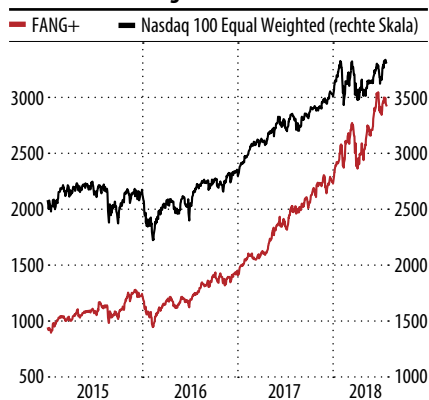
### 1 Grösste Konzerne der Welt



### 3 Bewertungsniveau



### 2 Kursentwicklung



### 4 Bewertung und Gewinnwachstum

