

# Schoellerbank Analysebrief

## Ausgabe Nr. 398, Februar 2021

### Presseinformation

Wien/Salzburg, 16. Februar 2021

Wir behandeln folgendes Thema:

#### **Die Tech-Rallye rollt: Wann ist der Zenit überschritten?**

- **2020 war auch an den Börsen ein ungewöhnliches Jahr, in dem nicht nur die etablierten Technologiewerte, sondern ebenfalls bislang unprofitable Zukunftstechnologien teils atemberaubende Bewertungen erreichten**
- **Auch der breite Aktienmarkt weist mittlerweile eine gewisse Überbewertung auf, die weitgehend auf das niedrige Zinsniveau und mangelnde Alternativen zurückzuführen ist**
- **Die Historie zeigt, dass es immer schon dominante Unternehmen und Branchen an den Börsen gegeben hat, früher oder später kam es aber jedenfalls zu einem Wechsel auf dem Branchenthron**
- **Für Anleger lohnt sich aktuell auch ein Blick auf die hinteren Ränge: Technologiewerte sind kein homogener Sektor, und es lässt sich immer noch die eine oder andere fair bewertete hochqualitative Aktie finden**
- **Doch es ist Vorsicht geboten: Um nicht in eine sogenannte Value-Falle („value trap“) zu tappen, ist eine tiefgreifende fundamentale Betrachtung abseits der Bewertungskennzahlen notwendig**

2020 war aus Sicht von Aktieninvestoren zweifellos das Jahr der Technologiewerte. Ob etabliertes Unternehmen oder aufstrebender Newcomer: Fast alle haben an der Börsenrallye nach dem Pandemie-Schock teilgenommen. Der Begriff Technologiewert wird im Folgenden großzügig gefasst und inkludiert auch technologiegetriebene Unternehmen aus dem E-Commerce-Bereich. Damit erfolgt keine Beschränkung der Branchenaufteilung wie bei diversen Indexanbietern, wo beispielsweise die Aktie von Amazon im Sektor Nicht-Basiskonsum oder jene von Alphabet, der amerikanischen Muttergesellschaft von Google, im Sektor Kommunikationsdienste zu finden sind.

Die folgende Grafik zeigt die Performance ausgewählter gut gelaufener Aktienindizes für das Jahr 2020, egal ob Land- oder Sektorindex, wobei es dadurch natürlich zu Überschneidungen kommt. Der US-Technologieindex NASDAQ 100 ist in der Aufstellung ganz vorne zu finden. Zum Vergleich ist am Ende der Tabelle die Performance des breiten Welt-Aktienmarkts angeführt.

<b>Ausgewählte Indizes im Jahr 2020</b>	
<b>2020</b>	<b>Performance in % (auf Eurobasis)</b>
Nasdaq 100	36,75
China A-Aktien	33,94
MSCI Korea	32,73
MSCI Welt IT Index	32,51
MSCI Dänenmark	32,46
S&P500 Technologie	32,17
MSCI Taiwan	30,10
MSCI Welt Nichtbasiskonsum	25,84
Gold- und Silberminenaktien	24,96
S&P500 Nichtbasiskonsum	22,44
MSCI Small Cap Nordic	22,38
MSCI Asien EM	18,33
SDAX Index	18,01
MSCI AC Weltaktien-Index	7,34

per 4.2.2021, Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Nicht alle Regionen oder Branchen erwirtschafteten solche Traumzahlen. Auf der anderen Seite des Spektrums fanden sich beispielsweise Energiewerte oder Aktien aus Brasilien und Russland mit zweistellig negativen Renditen.

<b>Gewichtung im MSCI AC World</b>	
	<b>Gewicht in %</b>
Apple Inc	3,69
Microsoft Corp	2,78
Amazon.com Inc	2,22
Alphabet Inc Class A+C	2,00
Facebook Inc Class A	1,04
Tesla Inc	0,97
Tencent Holdings Ltd	0,92
Taiwan Semiconductor Manufactur	0,89
Alibaba Group Holding Ltd - Depos	0,81
Johnson & Johnson	0,71

per 15.2.2021, Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Der Siegeszug der Tech-Werte, der nun schon seit ein paar Jahren anhält, hat mittlerweile in den breiten Aktienindizes seine Spuren hinterlassen. So kommen derzeit neun der zehn größten Aktien (ausgenommen Johnson & Johnson) im MSCI All Country World Index aus dem Bereich E-Commerce bzw. Technologie – die Werte haben zusammen eine Gewichtung von 15,32 %.

Zurecht fragen sich nun viele Anleger, ob diese Entwicklung so weitergehen kann oder ob die Tech-Rallye ihren Zenit bereits überschritten hat.

### Aktuelle Attraktivität von Tech-Investments

Um zu erkennen, ob eine Kursentwicklung gerechtfertigt ist, betrachten Analysten diverse Kennzahlen und berechnen den inneren (oder fairen) Wert einer Aktie, der dann mit dem aktuellen Kurs verglichen wird. Hierbei gibt es jedoch viele unterschiedliche Ansätze und keinen eindeutigen oder einzig richtigen Weg. Darüber hinaus fließen häufig Schätzungen der künftigen Geschäftsentwicklung in die Berechnungen mit ein, die sich im Nachhinein als falsch herausstellen können. Unterstützung im Dickicht des Zahlenschungels bieten die Erwartungen von Analysten großer Finanzhäuser, die ihre Schätzungen zu Umsätzen und Gewinnen sowie Kursziele für die Unternehmen veröffentlichen.

Ein guter Ausgangspunkt zur Bewertung ist generell das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), daneben könnte man auch den Umsatz oder den Cashflow zum Preis ins Verhältnis setzen. Wegen der Corona-Pandemie sind die Ergebnisse der Unternehmen stark eingebrochen, weshalb viele Kennzahlen zuletzt an Aussagekraft verloren haben. Da die Marktteilnehmer für die Zukunft eine Verbesserung erwarten, nehmen die Kurse die anstehende Erholung bereits vorweg, was sich noch nicht in den Gewinnen widerspiegelt. Daher ist es sinnvoll, anstelle der aktuellen Zahlen die Berechnung auf Basis der erwarteten Gewinne von Analysten durchzuführen. Folgende Grafik gibt eine Übersicht über die Bewertungssituation.

	Kurs-Gewinn- erwartetes		Abweichung	
	Verhältnis	KGV	Mittelwert	vom Mittelwert
MSCI AC World	33,59	20,83	15,62	5,21
S&P 500 Index	32,30	23,05	17,32	5,73
Stoxx 600	59,29	18,20	13,88	4,32
MSCI WORLD IT Index	41,40	31,16	23,43	7,73
NASDAQ 100 Index	40,50	30,58	21,40	9,18

per 15.2.2021, Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung  
langjähriger Mittelwert des erwarteten KGV

Hier zeigt sich, dass auf Indexbasis nicht nur Technologiewerte, sondern genauso andere Indizes relativ zu ihrem langjährigen Durchschnitt eine mehr oder weniger große Überbewertung aufweisen. Dabei ist es unerheblich, ob die Bewertung auf Basis aktueller Zahlen oder unter Berücksichtigung der Gewinnerwartungen für 2021 durchgeführt wird. Weiters zeigt sich, dass die Zahlen bei Wachstumswerten generell höher ausfallen als im breiten Markt. Das hat den Hintergrund, dass sich ein hohes KGV schnell relativieren kann, wenn ein Unternehmen den Gewinn auf Jahressicht deutlich steigern kann.

Obwohl die Indizes schon im historischen Vergleich engagierte Bewertungsniveaus aufweisen, werden diese von manchen Einzeltiteln sogar noch bei Weitem in den Schatten gestellt. So weisen derzeit 39 Werte des NASDAQ 100 ein KGV jenseits der 40 auf, weitere zehn Werte erwirtschaften derzeit überhaupt keinen Gewinn. Für das nächste Jahr wird noch immer von knapp 30 % der Unternehmen mit einem KGV von über 40 gerechnet.

## **Beispiele für hohe Bewertungen anhand von Amazon und Zoom Video**

### Amazon

Amazon hat derzeit ein KGV von knapp 80, und für das nächste Jahr wird ein KGV von knapp 70 erwartet. Mittel- bis langfristig wird auch abseits des Kerngeschäfts, wie z. B. Online-Apotheke oder Cloud-Plattform, mit hohen Wachstumsraten gerechnet. Dennoch müsste man heute bei einem Investment für jeden erwirtschafteten Dollar des Gewinns 80 Dollar bezahlen. Bei einer unveränderten Gewinnsituation hätte man sein Investment damit erst nach 80 Jahren durch die Gewinne zurückerhalten – und das auch nur dann, wenn der Gewinn voll ausbezahlt würde. Um die Bewertung bzw. ein Investment in Amazon heute auf Basis des KGVs zu rechtfertigen, sind immense Wachstumszahlen notwendig.

Wie viel wäre wirklich nötig? Dazu ein Rechenbeispiel: Amazon erwirtschaftete im Jahr 2020 einen Gewinn von 21,3 Milliarden US-Dollar bei einem Umsatz von 386 Milliarden US-Dollar. Die Marktkapitalisierung lag bei unglaublichen 1,6 Billionen US-Dollar. Unter der Annahme einer stabilen Umsatzrentabilität müsste Amazon seinen Umsatz verdoppeln, um das aktuelle KGV des NASDAQ 100 zu erreichen. Der Analystenkonsens zur Umsatzentwicklung weist laut Bloomberg aktuell ein Umsatzwachstum von 22 % für das Jahr 2021 und von 16,6 % für das Jahr 2022 aus. Unter diesen Voraussetzungen würde es mehrere Jahre dauern, bis ein nachhaltigeres Bewertungsniveau erreicht ist. Und weitere Kursveränderungen wurden hier noch gar nicht berücksichtigt. Eine andere Möglichkeit wäre natürlich, die Marge auszuweiten, was von Analysten für die nächsten beiden Jahre tatsächlich erwartet wird.

### Zoom Video

Zoom Video ist ein „Highflyer“ bzw. Überflieger aus der zweiten Reihe, dessen Börsenwert sich wegen des plötzlichen Bedarfs an Online-Kommunikation im Jahr 2020 vervielfachte. Die Konkurrenz ist aber groß: Mit Skype und Teams von Microsoft oder Webex von Cisco tritt man gegen etablierte Unternehmen an. Auch wird erwartet, dass sich die Nachfrage bei einem Abklingen der Corona-Pandemie reduzieren wird. Dafür sind die Bewertungen gewaltig: Das KGV beträgt derzeit 287, und das KUV (Kurs-Umsatz-Verhältnis) liegt aktuell bei über 60.

Zur Einordnung dieser Zahlen: In den letzten Jahren wurde den Unternehmen wegen der lockeren Geld- und Fiskalpolitik zwar eine höhere Bewertung zugestanden, landläufig werden jedoch Werte mit einem KGV von unter 16 und einem KUV von unter 1,5 als günstig angesehen. Alle Werte darüber hinaus gelten als teuer. Nun muss sich jeder Investor die Frage stellen, bis zu welchem Preis er bereit ist, sein Geld zu investieren – selbst das beste Unternehmen ist irgendwann überbewertet. Oder er überlässt diese Entscheidung einem erfahrenen Vermögensverwalter, der sich diese Fragen tagtäglich für eine Vielzahl von Aktien stellt.

Wie weiter oben skizziert, handelt es sich bei der Berechnung des KGVs nur um eine Möglichkeit der Aktienbewertung unter vielen. Börsenexperten lassen verschiedenste weitere Methoden wie z. B. abgezinste Dividenden, freien Cashflow oder Kurs-Buchwert-Verhältnis in die Betrachtung einfließen und aggregieren das Zahlenmaterial dann zu einem Kursziel, das mit dem aktuellen Kurs verglichen wird.

**Fazit:**

2020 war auch an den Börsen ein ungewöhnliches Jahr, in dem nicht nur die etablierten Technologiewerte, sondern ebenfalls bislang unprofitable Zukunftstechnologien teils atemberaubende Bewertungen erreichten. Abseits der Tech-Rallye weist aber auch der breite Aktienmarkt mittlerweile eine gewisse Überbewertung auf, die weitgehend auf das niedrige Zinsniveau und mangelnde Alternativen zurückgeführt wird.

Wie lange die Börsen-Rallye noch weitergehen wird, weiß mit Sicherheit niemand. Die Historie zeigt, dass Übertreibungen einige Zeit anhalten können, bevor sie wieder abgebaut werden. Auch zeigt sich, dass es immer schon dominante Unternehmen und Branchen gegeben hat, früher oder später kam es aber jedenfalls zu einem Wechsel auf dem Branchenthron (siehe dazu den Analysebrief Nr. 394 vom 9. 12. 2020).

Weitgehend einig ist sich die Analystengemeinde, dass Big Tech auch in Zukunft eine herausragende Rolle spielen wird, da jeder für sich eine marktbeherrschende Stellung und dominante Plattform mit schier endlosen Synergien erzeugen konnte. Uneinigkeit herrscht hingegen beim Thema Bewertung: Während einige die Bewertungen für gerechtfertigt halten und mit weiterem meteorhaftem Wachstum rechnen, erwarten andere eine Korrektur und sehen die Titel erst nach einem ordentlichen Kursrückgang als attraktiv an.

Für Anleger lohnt sich aktuell auch ein Blick auf die hinteren Ränge: Technologiewerte sind kein homogener Sektor, und es lässt sich immer noch die eine oder andere fair bewertete hochqualitative Aktie finden. Doch es ist Vorsicht geboten: Um nicht in eine sogenannte Value-Falle („value trap“) zu tappen, ist eine tiefgreifende fundamentale Betrachtung abseits der Bewertungskennzahlen notwendig.

**Autor:**

Mag. Michael Penninger  
Investment Management & Strategy – Equity  
Schoellerbank AG  
Tel.: +43/662/86 84-2681  
[michael.penninger@schoellerbank.at](mailto:michael.penninger@schoellerbank.at)

**Rückfragen bitte auch an:**

Marcus Hirschvogl, BA  
Pressesprecher  
Schoellerbank AG  
Tel.: +43/1/534 71-2950  
1010 Wien, Renngasse 3  
[marcus.hirschvogl@schoellerbank.at](mailto:marcus.hirschvogl@schoellerbank.at)

Die Schoellerbank, gegründet 1833, ist eine der führenden Privatbanken Österreichs, die als Spezialist für anspruchsvolle Vermögensanlage gilt. Sie konzentriert sich auf die Kernkompetenzen Vermögensanlageberatung, Vermögensverwaltung und Vorsorgemanagement. Ihre Anlagephilosophie definiert sich über das Motto „Investieren statt Spekulieren“. Die Schoellerbank ist mit 10 Standorten und 400 Mitarbeitern die einzige österreichweit vertretene Privatbank. Sie verwaltet für private und institutionelle Anleger ein Vermögen von mehr als 12,5 Milliarden Euro. Die Schoellerbank ist eine 100%ige Tochter der UniCredit Bank Austria. Mehr Informationen unter [www.schoellerbank.at](http://www.schoellerbank.at).

Diesen Text sowie weitere Presseinformationen finden Sie im Internet auf unserer [Presseseite](#).

**Das sollten Sie als Anlegerin/Anleger beachten – wichtige Risikohinweise:**

Jede Kapitalveranlagung ist mit einem Risiko verbunden. Wert und Rendite einer Anlage können plötzlich und in erheblichem Umfang steigen oder fallen und können nicht garantiert werden. Auch Währungsschwankungen können die Entwicklung des Investments beeinflussen. Es besteht die Möglichkeit, dass die Anlegerin bzw. der Anleger nicht die gesamte investierte Summe zurückerhält, unter anderem dann, wenn die Kapitalanlage nur für kurze Zeit besteht. Unter außergewöhnlichen Umständen kann es bis zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals samt Kaufspesen kommen. Wir weisen darauf hin, dass sich die Zahlenangaben bzw. Angaben zur Wertentwicklung auf die Vergangenheit beziehen und dass die frühere Wertentwicklung kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse ist.

**Rechtliche Hinweise:**

Diese Unterlage wurde nur zu Werbezwecken erstellt und stellt keine Finanzanalyse, keine Anlageberatung und keine Anlageempfehlung dar. Die vorliegenden Informationen sind insbesondere kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren sowie keine Aufforderung, ein solches Angebot zu stellen. Sie dienen nur der Erstinformation und können eine auf die individuellen Verhältnisse und Kenntnisse der Anlegerin bzw. des Anlegers bezogene Beratung nicht ersetzen.

Diese Marketingmitteilung wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt auch nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Über den grundsätzlichen Umgang der Schoellerbank AG mit Interessenkonflikten sowie über die Offenlegung von Vorteilen informiert Sie die Broschüre „MiFID II – Markets in Financial Instruments Directive“. Ihre Beraterin bzw. Ihr Berater informiert Sie gerne im Detail.

Bezüglich der steuerlichen Behandlung wenden Sie sich bitte an Ihre Steuerberaterin bzw. Ihren Steuerberater. Die steuerliche Behandlung ist von den persönlichen Verhältnissen der Anlegerin bzw. des Anlegers abhängig und kann künftig Änderungen unterworfen sein.

Die vorliegenden Informationen wurden von der Schoellerbank AG, Rengasse 3, 1010 Wien, auf der Grundlage von öffentlich zugänglichen Quellen erstellt, die als zuverlässig eingeschätzt werden. Die Informationen können jederzeit einer Änderung unterliegen. Die Schoellerbank AG ist zu einer Aktualisierung dieser Informationen nicht verpflichtet. Die Haftung der Schoellerbank AG für leichte Fahrlässigkeit im Zusammenhang mit der Quellenrecherche und -studie und den darauf beruhenden Informationen wird ausgeschlossen.

Diese Unterlage darf nicht an „US-Persons“ (Regulation S des US-Securities Act 1933) ausgehändigt werden.

Vervielfältigungen – in welcher Art auch immer – sind nur nach vorheriger ausdrücklicher Genehmigung der Schoellerbank AG zulässig. Bei Fragen wenden Sie sich bitte an Ihre Betreuerin bzw. Ihren Betreuer.

Irrtum und Druckfehler vorbehalten. Stand: 16. 2. 2021.

Diese Marketingmitteilung wurde von der Schoellerbank AG, Rengasse 3, 1010 Wien erstellt (Medieninhaber und Hersteller).