



ANALYSE

Ex-Vontobel-CIO: „Das Kurspotential von Amazon wird unterschätzt“

Der Boutiquengründer befasst sich mit den Bewertungen von Tesla und Amazon und stellt die Frage, ob deren Bewertungen wirklich zu hoch sind oder ob Investoren anfangen müssen, sich mit hohen Multiples anzufreunden.

von MAXIMILIAN MÄRKL

15. OKTOBER 2020



Ein Großteil der Anleger unterschätzt das Kurspotential von Wachstumswerten mit bereits hohen Bewertungsniveaus. Das schreibt Christophe Bernard (im Bild), Mitgründer und Managing Partner der Investmentboutique ValuAnalysis mit Sitz in London. Er war zuvor CIO bei Vontobel und der Union Bancaire Privée sowie

Portfoliomanager bei der DWS. Bernard ist zudem Fondsmanager des vor Kurzem aufgelegten **UI ValuFocus Fund**.

„Die Mehrheit der Anleger würde auch bei stetig überdurchschnittlicher Wachstumserwartung für ein Unternehmen höchstens durchschnittlich 30 bis 35 als KGV tolerieren, selbst wenn eine objektive Kalkulation höhere Werte ermittelt“, schreibt Bernard in einem Kommentar, den er *Citywire Deutschland* vor seiner offiziellen Veröffentlichung zur Verfügung gestellt hat.

Betrachte man Unternehmen, die langfristig 10% Gewinnzuwachs pro Jahr erzielen, seien Kurs-Gewinn-Multiples zwischen 40 und 50 theoretisch völlig gerechtfertigt. Hohes Wachstum verdiene eine hohe Bewertung. „Auch ein Multiplikator von 100 kann richtig sein. Tesla mit seinem KGV von 600 gilt dagegen als der heutige Archetyp einer extremen spekulativen Vorwegnahme“, schreibt Bernard.

Auf die Frage nach dem einen fairen Unternehmenswert gebe es keine eindeutige Antwort. Der faire Wert eines Geschäftsmodells setze sich generell aus Substanz, Gewinnentwicklung und Wachstumsperspektiven zusammen. Doch dieser Kalkulation stehe die psychologische Hürde entgegen, dass Anleger so leicht eben keine KGVs über 35 akzeptieren.

Beobachtungen für Fondsmanager

„Dieser Zusammenhang ist nicht linear, sondern zeigt eine Abflachung, je höher die unterstellten Wachstumsraten sind. Offensichtlich steigt die Skepsis der Anleger mit zunehmendem Gewinnwachstum. Für Fondsmanager ergibt sich daraus eine wichtige Erkenntnis, nämlich, dass im Umkehrschluss das Potential für wachstumsstärkere Kohorten gegenüber den wachstumsschwächeren in den Aktienkursen notorisch unterschätzt wird“, schreibt Bernard.

„Unternehmen, deren Gewinne weit in der Zukunft liegen, investieren anfangs jeden Cent ihrer Einnahmen in Wachstum. Daraus resultierende niedrige Gewinne führen zu hohen KGVs. Die zukünftigen Wachstumsmöglichkeiten von relativ jungen Firmen wie Tesla oder Nvidia lassen sich besser bewerten, wenn man berechnet, wie viel am Jahresende übrig ist, um die expansive Strategie zu finanzieren. Das ist nicht der zu versteuernde Gewinn, sondern der Free Cashflow“, so Bernard weiter.

Allerdings geht nicht jede Geschäftsidee auf. Während der Dot-Com-Blase war die

Nutzung digitaler Innovationen kaum abzuschätzen. Inzwischen dominierten Google, Amazon, Apple oder Facebook die Märkte. Mit ihren digitale Ökosystemen erzielen sie „exorbitant hohe Gewinne“. „Die digitale Transformation ist in vollem Gange und viele Trends noch lange nicht ausgereizt. Gleichwohl fällt es Anlegern schwer, diese unvoreingenommen zu bewerten“, schreibt Bernard.

Profitabilität ist nicht alles

Ein Beispiel dafür sei Amazon. Es sei mit seinem aktuellen KGV von etwa 80 eines der teureren Unternehmen im Nasdaq 100-Index. „Jedoch steigert der Online-Händler seinen Umsatz jährlich um über 20% und ist so profitabel, dass er mit rund \$200 Milliarden eingesetztem ökonomischem Kapital gut \$40 Milliarden Free Cashflow erzielt. Diesen wiederum reinvestiert der Konzern in neue rentable Projekte. Setzt man das aktuelle KGV ins Verhältnis zur Profitabilität, impliziert es einen zukünftigen Wachstumsrückgang auf 12%. Der enorme Free Cashflow ermöglicht es Amazon jedoch, tatsächlich seine überdurchschnittliche Gewinndynamik mindestens beizubehalten. Demnach würde das Kurspotential der Aktie eigentlich unterschätzt“, so Bernard.

Was ist mit Tesla?

Bei Tesla ergibt sich ein weniger klares Bild. Die Rechtfertigung des hohen KGV hängt bei dem Elektroautobauer von einigen Ungewissheiten ab. Tesla komme nach der gleichen Rechnung auf einen Free Cashflow-Multiplikator von 61. „Aber erst im Jahr 2025“, schreibt Bernard. „Hier müssen Anleger sich eine Industrie im Umbruch fünf Jahre im Voraus denken, dabei zahlreiche Variablen rund um die Elektromobilität schätzen und eine Meinung zu den Produktionsmargen haben, um ein Bewertungsmodell anzuwenden. Gleichwohl handelt es sich um den bedeutendsten Herausforderer der traditionellen Autoindustrie, der die etablierten Konzerne schon seit Jahren vor sich hertreibt.

Auch wenn Tesla derzeit nicht das beste Investment sei, sollten sich Anleger im Klaren sein, dass es aufgrund struktureller Veränderungen so schnell kein Value-Comeback geben würde. „Anleger sollten in dieser Phase nicht auf eine Rückkehr zu historischen Durchschnitten warten, sondern sich an einer differenzierten Analyse des Free Cashflow, also dem Ertragsüberschuss über die Kapitalkosten, orientieren“, so Bernard.