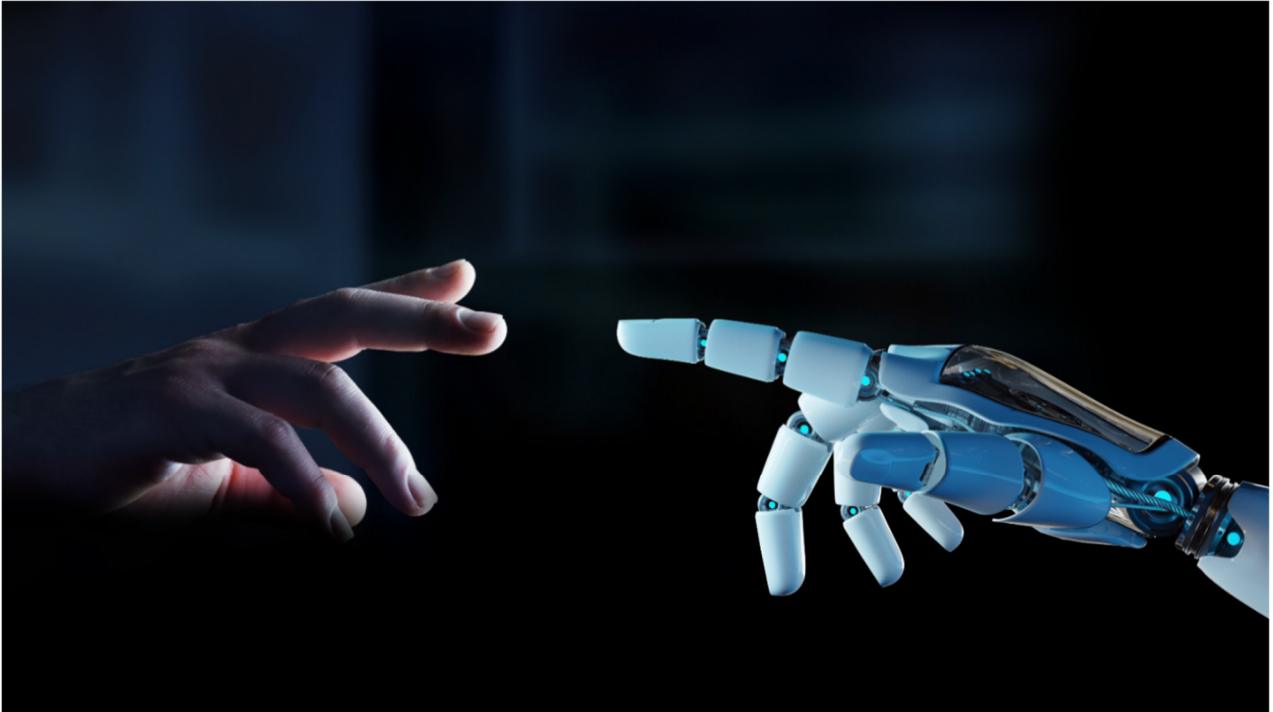


Anlagebericht – 1. Quartal 2024

Ist der Technologiesektor überbewertet?



Mit der Euphorie rund um das Thema Künstliche Intelligenz und der starken Performance des Technologiesektors seit Ende 2022 hat die Besorgnis zugenommen, dass der Sektor mittlerweile zu teuer sein könnte. Die Problematik bei der Beurteilung dieser Fragestellung ist vielschichtig. Der Technologiesektor setzt sich aus den drei Subsektoren Software, Hardware und Halbleiter zusammen. Jeder dieser drei Subsektoren weist unterschiedliche Nachfragedynamiken, Margenprofile, Wachstumsraten und Bewertungen auf. Sowohl der gesamte Sektor als auch die Subsektoren sind geprägt von Apple, Microsoft und NVIDIA, welche mit Marktkapitalisierungen von mehreren Billionen USD zusammen rund die Hälfte des Technologiesektors ausmachen. Seit 2018 sind zudem grosse Technologiekonzerne wie Alphabet (ehemals Google) und Meta (ehemals Facebook) dem Kommunikations- und nicht mehr dem Technologiesektor zugeteilt. Pauschale Gesamtbeurteilungen werden diesen Gegebenheiten somit nicht gerecht.

In dieselbe Kategorie gehören für uns auch regionale Beurteilungen. Eine Aussage wie «Europa ist im Vergleich zu den USA attraktiv bewertet», ist ohne Berücksichtigung der unterschiedlichen Zusammensetzung der Sektoren nicht aussagekräftig. Während in

Europa die Finanz- und Industriesektoren mit jeweils rund 15% das grösste Gewicht haben, ist in den USA der Technologiesektor mit rund einem Drittel der mit Abstand gewichtigste Sektor. Dass der Finanzsektor, insbesondere seit der Finanzkrise nicht den besten Leistungsausweis aufweist, während Technologie ständig an Bedeutung gewinnt, ist unbestritten. Der zunehmenden Technologisierung mit Trends wie Smartphones, Cloud Computing und zuletzt künstlicher Intelligenz, können sich weder Konsumenten noch Unternehmen entziehen. Entsprechend hat dieser Anteil an der Wirtschaftsleistung zugenommen, was richtigerweise in der Marktkapitalisierung widerspiegelt wird.

Zur spezifischen Beurteilung der Bewertung greift das vielbeachtete Kurs/Gewinn Verhältnis zu kurz. Der Kurs widerspiegelt nicht nur den aktuellen Gewinn, sondern auch dessen Wachstumsaussichten. Der gesamte Technologiesektor weist ein deutliches Mehrwachstum gegenüber dem Gesamtmarkt aus. Insbesondere in einem wirtschaftlich anspruchsvollen Umfeld ist dies unabdingbar, um mit der Inflation schritt halten zu können. Insofern betrachtet ist eine Bewertungsprämie basierend auf dem aktuellen Gewinn gegenüber dem Gesamtmarkt gerechtfertigt.

Von zusätzlicher Bedeutung ist, dass Gewinnwachstum sowohl durch Umsatzsteigerungen als auch mit Effizienzgewinnen erzielt werden kann. Letzteres führt aufgrund der Skalierbarkeit zu überdurchschnittlich hohen Margen im Technologiesektor. Diese könnten gemäss unserer Einschätzung, insbesondere bei den grossen Technologieunternehmen noch höher ausfallen. Bis vor kurzem, stand Effizienz aufgrund des starken Wachstums nicht im Vordergrund.

Unter Berücksichtigung sämtlicher erwähnten Faktoren, ist die Bewertung des Technologiesektors im Vergleich zum Gesamtmarkt tatsächlich anspruchsvoller geworden. Gleichzeitig hat sich das Mehrwachstum im derzeitigen Umfeld akzentuiert. Vereinzelt mögen die Zukunftserwartungen an die künstliche Intelligenz zu Bewertungen geführt haben, welche der Gewinnentwicklung etwas zu weit vorausgeeilt ist. Über den gesamten Sektor betrachtet erachten wir die Bewertung jedoch in einem angemessenen Verhältnis zum Wachstum.

Als aktiver Investor haben wir das Privileg, nicht den gesamten Sektor kaufen zu müssen. Unser Fokus besteht ausnahmslos darin die Unternehmen zu finden, bei welchen die Ertragsaussichten in einem attraktiven Verhältnis zur Bewertung stehen.

Zürich, Ende März 2024