Wo sind die KI-Erträge? Ein Blick auf die Umsatz-Multiples von Mega-Cap-Tech-Unternehmen

Veröffentlicht am 14. August 2024

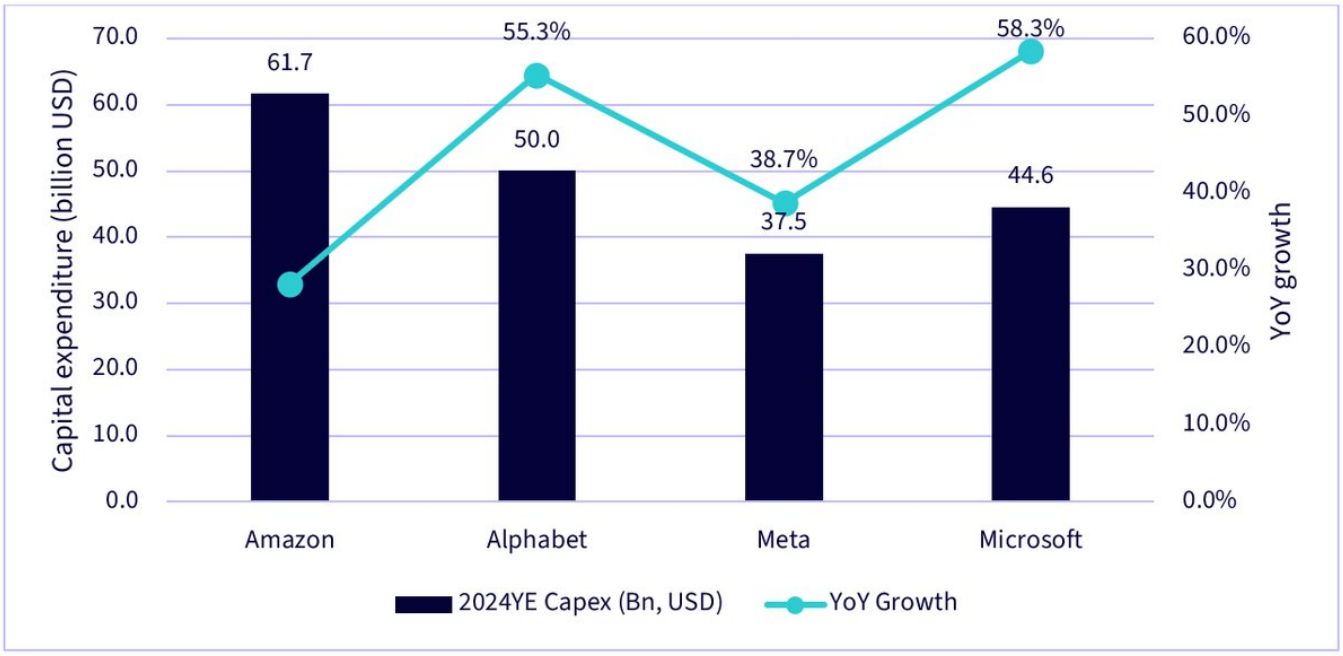
Blake Heimann
Associate Director, Quantitative Research

Die wichtigsten Erkenntnisse

- Unternehmen investieren Milliarden in eine KI-Infrastruktur, die sie für die Anforderungen der Zukunft rüstet
- Als wir den Höhepunkt des KI-Hypes erlebten, expandierten die Bewertungs-Multiples für Mega-Cap-Technologien drastisch
- Einige Bewertungen bleiben innerhalb historischer Normen und sind nicht völlig aus dem Gleichgewicht geraten
- Es ist wichtig, bei der Größe der Positionen auf die Bewertung zu achten, um eine Überkonzentration bei Bewertungsspitzen zu vermeiden.
- Verbundene Produkte WisdomTree Artificial Intelligence UCITS ETF – USD Acc Mehr erfahren

Seit der Vorstellung von ChatGPT haben die Aktienkurse von Technologieunternehmen mit großer Marktkapitalisierung, die von KI-gestützten Software-Tools oder Cloud-Trainingsmöglichkeiten für KI-Modelle profitieren wollen, stark zugelegt. Dennoch müssen viele von ihnen erst noch ein signifikantes KI-getriebenes Umsatzwachstum erzielen, ganz zu schweigen von einer wesentlichen Auswirkung auf ihren Gewinn. Dies bildet die Grundlage für das, was Sequoia Capital als die 600 Milliarden Dollar-Frage der KI bezeichnet – ob die heutigen Investitionsausgaben (Capex) den geschätzten 600 Milliarden Dollar Umsatz aus KI-Software und -Dienstleistungen eine positive Kapitalrendite (ROI) bieten können, wenn man die hohen Investitionen der Branche in die Hardware-Infrastruktur berücksichtigt.

Abbildung 1: Schätzungen der Investitionsausgaben für Mega-Cap-Technologieunternehmen bis Ende 2024



Quelle: Koyfin, 29. Juli 2024. **Die historische Wertentwicklung ist kein Indikator für die zukünftige Performance und alle Anlagen können an Wert verlieren.**

Die offensichtlichen Nutznießer dieser Investitionen waren bislang Nvidia und andere Halbleiterhersteller, die aufgrund der hohen Nachfrage nach KI-Trainingschips ein exponentielles Umsatzwachstum verzeichneten. Angesichts der signifikanten Investitionen, die für den Kauf dieser Chips und den Aufbau der nächsten Welle von KI-Rechenzentren getätigt werden, stellen sich mehrere kritische Fragen: Werden Endanwender und Unternehmen genug Nutzen sehen, um diese Kosten zu rechtfertigen? Werden die aktuellen Investitionen in die KI-Infrastruktur positive Renditen bringen? Und, was am wichtigsten ist, sind diese Unternehmen angemessen bewertet?

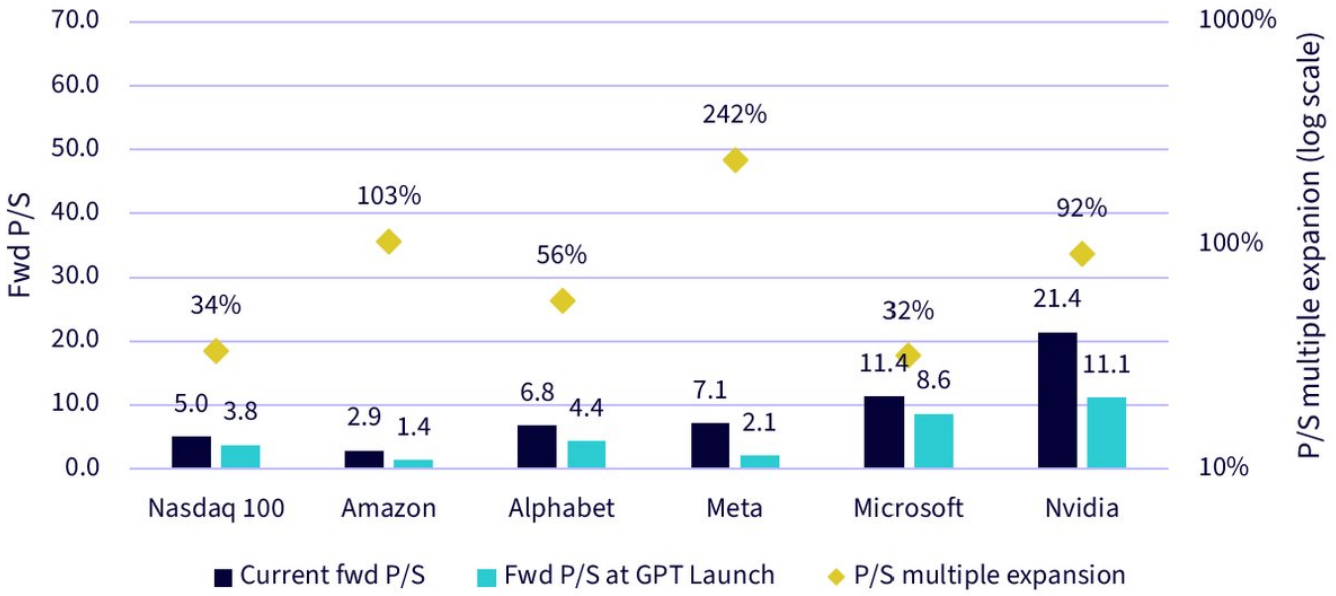
In diesem Blog werden wir uns auf die Bewertung konzentrieren und untersuchen, ob die aktuellen Kurse dieser Tech-Giganten angesichts der bislang bescheidenen Auswirkungen der KI auf ihre Einnahmen gerechtfertigt sind.

Bewertungstrends und Marktstimmung

KI wurde schon immer als eine Software-Revolution dargestellt. Während Halbleiter als unverzichtbare Werkzeuge dienen, wird Software das entscheidende Unterscheidungsmerkmal sein, weil Anwender die fortschrittlichsten, intelligentesten Plattformen suchen. Infolgedessen haben Mega-Cap-Tech-Unternehmen seit der Einführung von ChatGPT einen signifikanten Anstieg ihrer Aktienkurse erlebt, der durch den Optimismus der Anleger getrieben wurde, dass sich die potenziellen zukünftigen Erträge der künstlichen Intelligenz auf diese prominenten Akteure konzentrieren. Dieser Enthusiasmus hat jedoch zu Expansionen der Bewertungs-Multiples geführt, von der viele überzeugt sind, dass sie auf eine Blase hinweisen könnten.

Betrachtet man den Zeitraum seit der Veröffentlichung von ChatGPT, so zeigt Abbildung 2, dass das KUV (Kurs-Umsatz-Verhältnis) an der Nasdaq von 3,8 auf 5,0 expandierte, was einem moderaten Anstieg von 34 % entspricht. Amazon, Google, Meta und Nvidia verzeichneten jedoch alle eine Expansion von über 50 %, einige sogar von über 100 %. Dies könnte darauf hindeuten, dass diese Aktien überbewertet sind oder dass der Markt sie als angemessen bewertet ansieht, wenn man bedenkt, dass ein erhebliches zukünftiges Umsatz- und Ertragspotenzial für KI erwartet wird, das über die aktuellen Umsatzschätzungen hinausgeht.

Abbildung 2: Multiple-Expansion des Kurs/Umsatz-Forward nach Einführung von ChatGPT



Quelle: Bloomberg, 24. Juli 2024. Der Zeitraum beginnt mit der Einführung von ChatGPT am 30. November 2022. **Die historische Wertentwicklung ist kein Indikator für die zukünftige Performance und alle Anlagen können an Wert verlieren.**

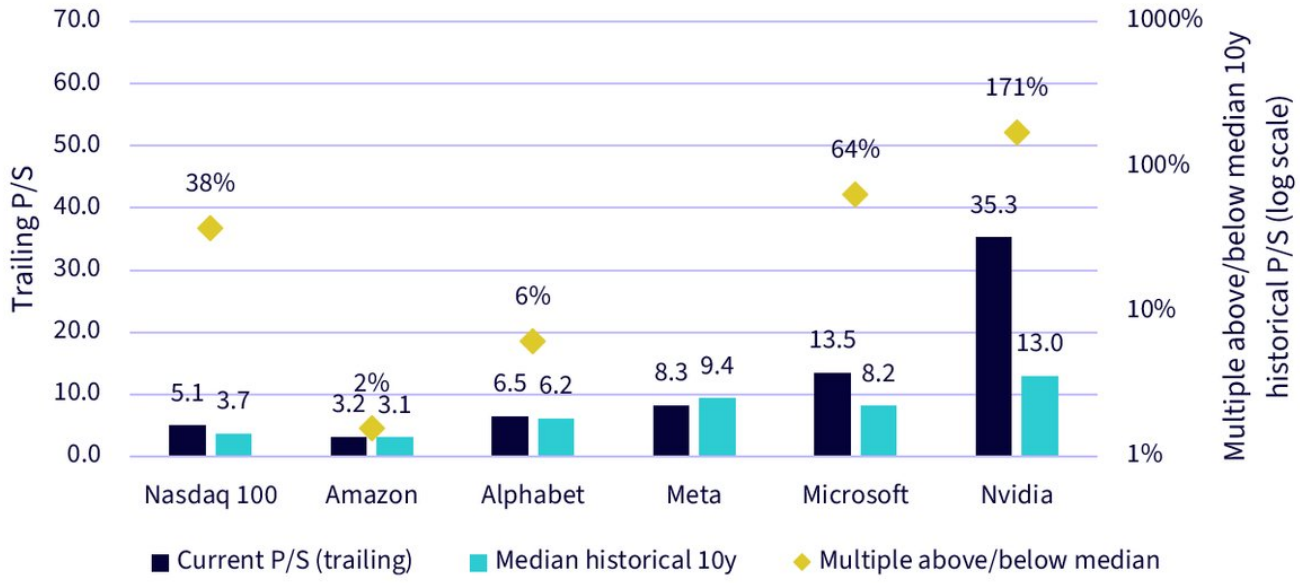
In jüngster Zeit hat sich die Stimmung an der Wall Street gegenüber diesen Unternehmen von positiv zu negativ verändert, weil Anleger die potenzielle Rendite aus den großen Investitionen und den Zeitrahmen für die Realisierung dieser Rendite in Frage stellen. Die Ergebnisberichte der großen Tech-Unternehmen der letzten Woche zeigten gemischte Ergebnisse.

Die Amazon-Aktie gab aufgrund eines vorsichtigen Umsatzausblicks und enttäuschender Verkäufe nach, hinzu kamen steigende Kosten für den Ausbau der Amazon Web Services. Microsoft meldete ein verlangsamtes Wachstum seiner Cloud-Computing-Sparte Azure und plant, weiterhin umfangreiche Investitionen in Rechenzentren. Im Gegensatz dazu verzeichnete Meta ein starkes Ergebnis, was die Anleger beruhigte und Zeit verschaffte, bis die KI-Investitionen Früchte tragen würden. Die Alphabet-Aktie fiel unterdessen, nachdem das Unternehmen die Wall Street mit deutlich höheren Kosten überrascht hatte, die die besser als erwarteten Umsätze überschatteten. Die Auswirkungen des schwächer als erwartet ausgefallenen Arbeitsmarktberichts am Ende der Woche verstärkten die Rückgänge bei diesen Titeln noch, wodurch Anleger veranlasst wurden, ihre Positionen angesichts der sich abschwächenden

Konjunktur neu zu bewerten. Daher **kam es zu signifikanten Multiple-Schrumpfungen, weil Anleger Aktien verkaufen und sich neu positionieren**. Der Bewertungsaufschlag, den diese Aktien zuvor hatten, hat sich verringert, da die Sorge wächst, dass der KI-Hype die Erwartungen nicht erfüllen könnte.

Die Untersuchung der aktuellen KUV-Verhältnisse im Kontext der historischen Trends kann wertvolle Erkenntnisse darüber liefern, ob die Bewertungen im Vergleich zur Vergangenheit überzogen sind. Abbildung 3 verdeutlicht, ob die jüngsten Rückschläge bei den Aktienkursen gerechtfertigt sind.

Abbildung 3: Aktuelles KUV vs. 10-Jahres-Historie



Quelle: Bloomberg, 24. Juli 2024. Metas KUV-Multiple über/unter dem historischen 10-Jahres-Median-KUV wird aufgrund der Achsenbegrenzungen nicht angezeigt, bei einem Wert von -12 %. **Die historische Wertentwicklung ist kein Indikator für die zukünftige Performance und alle Anlagen können an Wert verlieren.**

Nvidia und Microsoft stechen als bemerkenswerte Ausreißer hervor, deren aktuelle KUVs signifikant über ihren historischen 10-Jahres-Medianen liegen. Dies deutet möglicherweise darauf hin, dass der Markt einen angemessenen Wert für das bevorstehende extrem starke Wachstum erwartet, oder es könnte auf eine Überbewertung hindeuten. Setzt man Forward- und historische Kennzahlen zusammen, so stellt man fest, dass sich Amazon, Google und Meta in letzter Zeit von relativ niedrigen Bewertungskennzahlen erholt haben. Nach der Einführung von ChatGPT kehrten sie mit signifikanten Multiple-Expansionen zu Bewertungen zurück, die ihren historischen Werten entsprechen. Bei Microsoft und Nvidia könnte die Geschichte jedoch anders verlaufen, da beide Unternehmen eine signifikante Multiple-Expansion erfahren haben, die über die des breiteren Nasdaq-Index hinausgeht und die historischen Normen deutlich übertrifft.

Das Potenzial von KI als Game-Changer für Mega-Cap-Tech-Unternehmen könnte höhere Bewertungen jetzt und in Zukunft rechtfertigen. Historisch gesehen wäre eine Investition in diese Unternehmen vor fünf

oder mehr Jahren unabhängig von der Bewertung sehr profitabel gewesen. Allerdings deuten die aktuellen Bewertungen einiger Werte auf einen signifikanten „Bewertungsaufschlag“ im Vergleich zur Vergangenheit hin, was wahrscheinlich erklärt, warum die Anleger jetzt vorsichtiger sind. Diese Vorsicht hat zu den jüngsten Kursrückschlägen beigetragen, selbst inmitten positiver Gewinnmeldungen.

Historische Perspektiven der Bewertungen

Investitionen in exponentielle Technologien wie KI können Portfolios zugute kommen, aber es ist wichtig, das Konzentrationsrisiko und das Markt-Timing zu beherrschen. Wenn Anleger die Bewertungstrends kennen, können sie ihre Positionen strategisch reduzieren, wenn sie überbewertet sind, und aufstocken, wenn sie unterbewertet sind - ganz nach dem klassischen Motto „günstig kaufen, teuer verkaufen“. Ein 10-Jahres-Chart von Meta veranschaulicht, wie sich der Abbau von Positionen in Zeiten der Überbewertung und der Aufbau von Positionen in Zeiten der Unterbewertung im Vergleich zu den historischen Normen als vorteilhaft erwiesen haben könnte.

Abbildung 4: Kurs und KUV-Historie von Meta (aktueller vs. nachlaufender Median)



Quelle: Bloomberg, 24. Juli 2024. **Die historische Wertentwicklung ist kein Indikator für die zukünftige Performance und alle Anlagen können an Wert verlieren.**

Die Erinnerung an vergangene Marktblasen, wie z.B. Cisco während der Dot-Com-Ära, kann einen wertvollen Beitrag dazu leisten, bei der Anlage in Technologieaktien bewertungssensibel zu bleiben. Das KUV-Verhältnis von Cisco stieg auf 60, bevor der Kurs Anfang der 2000er Jahre um über 80 % einbrach. Im Vergleich dazu liegt das aktuelle KUV von Nvidia mit etwa 35 nicht auf dem Niveau einer Dotcom-Blase, was auf eine weniger extreme Bewertung hindeutet.

Abbildung 5: KUV – Nvidia vs. Cisco



Quelle: WisdomTree, Bloomberg, Stand: 24. Juli 2024. **Die historische Wertentwicklung ist kein Indikator für die zukünftige Performance und alle Anlagen können an Wert verlieren.**

Diese historische Perspektive hilft bei der Beantwortung der Frage: „Wie weit ist zu weit?“, wenn die Bewertungen überzogen erscheinen. Obwohl das KUV-Verhältnis bei den Mega-Cap-Tech-Unternehmen seit Beginn der KI-Welle signifikant expandierte, liegt es immer noch weit unter den Extremen, die während der Dotcom-Blase zu beobachten waren. Dies deutet darauf hin, dass wir, obwohl die Bewertungs-Multiples seit dem Start von ChatGPT zunahmen, nicht Zeugen einer Blase wie in den frühen 2000er Jahren sind.

Obwohl Investitionen in KI und exponentielle Technologien spannend sind, ist ein bewertungsbewusster Ansatz entscheidend. Aber anstatt diese Anlagen ganz zu meiden, sollten Anleger ihr Engagement bei schwankenden Bewertungen anpassen und sicherstellen, dass sie eine Überkonzentration bei Bewertungsspitzen vermeiden und ein diversifiziertes Portfolio beibehalten.

Bei WisdomTree verfolgen wir diesen Ansatz mit unserem WisdomTree Artificial Intelligence UCITS ETF, der einen systematischen Ansatz bietet, um die potenziellen Gewinne im KI-Segment durch die KI-Wertschöpfungskette, einschließlich Engagers, Enablers und Enhancers, zu erfassen. Mit dem Engagement in Engagers – Softwareunternehmen, die direkt in KI involviert sind und ein KI-Geschäft betreiben –, Enablers - Hardwareunternehmen, die die Infrastruktur für den Betrieb von KI bereitstellen – und Enhancers – Tech-Giganten, die im Bereich KI prominent sind –, bei denen die entsprechende Branche jedoch nicht zum Kerngeschäft gehört, bleibt der Fonds durch einen modifizierten Ansatz der Gleichgewichtung diversifiziert und bietet Anlegern den Vorteil der Flexibilität in einem hochdynamischen Marktumfeld, indem er die Allokationen neu gewichtet.

Important Risks Related to this Article

Wichtige Informationen

Im Europäischen Wirtschaffsraum („EWR“) herausgegebene Marketingkommunikation: Dieses Dokument wurde von WisdomTree Ireland Limited, einer von der Central Bank of Ireland zugelassenen und regulierten Gesellschaff, herausgegeben und genehmigt. **In Ländern außerhalb des EWR herausgegebene Marketingkommunikation:** Dieses Dokument wurde von WisdomTree UK Limited, einer von der United Kingdom Financial Conduct Authority zugelassenen und regulierten Gesellschaff, herausgegeben und genehmigt. WisdomTree Ireland Limited und WisdomTree UK Limited werden jeweils als „WisdomTree“ bezeichnet. Unsere Richtlinie über Interessenkonflikte und unser Verzeichnis sind auf Anfrage erhältlich. Nur für professionelle Kunden. Wertsteigerungen in der Vergangenheit lassen keinen Schluss auf zukünffige Ergebnisse zu. Jegliche in diesem Dokument enthaltene historische Wertentwicklung kann u. U. auf Backtesting beruhen. Backtesting ist der Prozess, bei dem eine Anlagestrategie evaluiert wird, indem sie auf historische Daten angewandt wird, um zu simulieren, was die Wertentwicklung solch einer Strategie in der Vergangenheit gewesen wäre. Durch Backtesting erzielte Wertsteigerungen sind rein hypothetisch und werden in diesem Dokument einzig und allein zu Informationszwecken aufgeführt. Daten, die durch Backtesting gesammelt wurden, stellen keine tatsächlichen Wertsteigerungen dar und dürfen nicht als Indikator für tatsächliche oder zukünffige Wertsteigerungen angesehen werden. Der Wert jeder Anlage kann durch Wechselkursbewegungen beeinflusst werden. Anlageentscheidungen sollten auf den Angaben im entsprechenden Prospekt sowie auf unabhängiger Anlage-, Steuer- und Rechtsberatung basieren. Diese Produkte sind gegebenenfalls nicht in Ihrem Markt verfügbar oder für Sie geeignet. Der Inhalt dieses Dokuments stellt weder eine Anlageberatung noch ein Angebot zum Verkauf bzw. eine Aufforderung oder ein Angebot zum Kauf eines Produktes oder zum Tätigen einer Anlage dar. Eine Anlage in börsengehandelte Produkte („ETPs“) ist abhängig von der Wertentwicklung des Basisindexes, abzüglich Kosten, aber es wird nicht erwartet, dass ihre Wertentwicklung genau mit der des Indexes übereinstimmt. ETPs unterliegen mehreren Risiken, darunter allgemeine Marktrisiken im Zusammenhang mit dem jeweiligen Basisindex, Kreditrisiken des Anbieters von Index-Swaps, die im ETP genutzt werden, Wechselkursrisiken, Zinsrisiken, Inflationsrisiken, Liquiditätsrisiken sowie rechtliche und regulatorische Risiken. Bei den in diesem Dokument enthaltenen Informationen handelt es sich nicht um Werbung bzw. eine Maßnahme zum öffentlichen Angebot der Anteile in den USA oder einer zugehörigen Provinz bzw. einem zugehörigen Territorium der USA, wo weder die Emittenten noch deren Produkte zum Vertrieb zugelassen oder registriert sind und wo die Prospekte der Emittenten nicht bei einer Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstigen Aufsichtsbehörde eingereicht wurden, und dürfen unter keinen Umständen als solche verstanden werden. Weder dieses Dokument noch Informationen in diesem Dokument sollten in die USA mitgenommen, (direkt oder indirekt) übermittelt oder verteilt werden. Weder die Emittenten noch etwaige von ihnen ausgegebenen Wertpapiere wurden oder werden gemäß dem United States Securities Act von 1933 oder dem Investment Company Act von 1940 registriert oder qualifizieren sich unter jeglichen anwendbaren bundesstaatlichen Wertpapiergesetzen. Dieses Dokument kann unabhängige Marktkommentare enthalten, die von WisdomTree auf der Grundlage öffentlich zugänglicher Informationen erstellt wurden. Obwohl WisdomTree bestrebt ist, die Richtigkeit des Inhalts

dieses Dokuments sicherzustellen, übernimmt WisdomTree keine Gewährleistung oder Garantie für seine Richtigkeit oder Genauigkeit. Die Drittanbieter, deren Dienste in Anspruch genommen werden, um die in diesem Dokument enthaltenen Informationen zu beziehen, übernehmen keine Gewährleistung oder Garantie jeglicher Art bezüglich dieser Daten. Dort, wo WisdomTree seine eigenen Ansichten in Bezug auf Produkte oder Marktaktivitäten äußert, können sich diese Auffassungen ändern. Weder WisdomTree, noch eines seiner verbundenen Unternehmen oder einer seiner jeweiligen leitenden Angestellten, Verwaltungsratsmitglieder, Partner oder Mitarbeiter übernimmt irgendeine Haffung für direkte Schäden oder Folgeschäden, die durch die Verwendung dieses Dokuments oder seines Inhalts entstehen. Dieses Dokument kann zukunffsorientierte Aussagen enthalten, einschließlich Aussagen hinsichtlich unserer Einschätzung oder aktuellen Erwartungen im Hinblick auf die Wertentwicklung bestimmter Anlageklassen und/oder Sektoren. Zukunffsorientierte Aussagen unterliegen gewissen Risiken, Unsicherheiten und Annahmen. Es gibt keine Sicherheit, dass diese Aussagen zutreffen, und die tatsächlichen Ergebnisse können von den erwarteten Ergebnissen abweichen. WisdomTree empfiehlt Ihnen deutlich, sich nicht in unangemessener Weise auf diese zukunffsgerichteten Aussagen zu verlassen. WisdomTree Issuer ICAV Die in diesem Dokument erörterten Produkte werden von WisdomTree Issuer ICAV („WT Issuer“) begeben. WT Issuer ist eine als Umbrella-Fonds strukturierte Anlagegesellschaff mit variablem Kapital und Haffungstrennung zwischen den Fonds, die nach irischem Gesetz als Irish Collective Asset-management Vehicle errichtet und von der Zentralbank von Irland („CBI“)

zugelassen wurde. Die WT-Emittentin ist als Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren („OGAW“) nach irischem Recht strukturiert und gibt eine separate Anteilsklasse („Anteile“) aus, die jeden Fonds repräsentiert. Anleger sollten den Verkaufsprospekt der WT-Emittentin („ WT-Prospekt“) vor einer Investition lesen und im Abschnitt des WT-Prospekts mit dem Titel„ Risikofaktoren“ weitere Einzelheiten über die mit einer Anlage verbundenen Risiken in entsprechende Anteile erfahren. WisdomTree Artificial Intelligence UCITS ETF Nasdaq® und der Nasdaq CTA Artificial Intelligence Index sind eingetragene Marken von Nasdaq, Inc. (gemeinsam mit ihren verbundenen Unternehmen als die „Unternehmen“ bezeichnet) und sind für die Nutzung durch WisdomTree Management Limited lizenziert. Die Unternehmen geben kein Urteil über die Rechtmäßigkeit oder Eignung des WisdomTree Artificial Intelligence UCITS ETF (der „Fonds“) ab. Anteile des Fonds werden von den Unternehmen nicht ausgegeben, empfohlen, verkauff oder beworben. DIE UNTERNEHMEN ÜBERNEHMEN KEINE GARANTIEN UND KEINE HAFTUNG IN BEZUG AUF DEN FONDS. Für Anleger in der Schweiz – Qualifizierte Anleger Dieses Dokument dient als Werbung für die hier genannten Finanzprodukte. Der Verkaufsprospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) sind auf der Website von WisdomTree verfügbar: **https:** //www.wisdomtree.eu/de-ch/resource-library/prospectus-and-regulatory-reports Einige der Teilfonds, auf die in diesem Dokument verwiesen wird, wurden möglicherweise nicht bei der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht („FINMA“) registriert. In der Schweiz werden solche Teilfonds, die nicht bei der FINMA registriert sind, ausschließlich an qualifizierte Anleger im Sinne des Schweizer Bundesgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen oder seiner Durchführungsverordnung (jeweils in der jeweils gültigen Fassung) vertrieben. Die Vertretung und Zahlstelle der Teilfonds in der Schweiz ist Société Générale Paris, Niederlassung Zürich, Talacker 50, Postfach 5070, 8021 Zürich, Schweiz. Der Prospekt, die wesentlichen Anlegerinformationen, die Satzung sowie die Jahres- und Halbjahresberichte der Teilfonds sind kostenlos bei der Vertretung und Zahlstelle

erhältlich. Hinsichtlich des Vertriebs in der Schweiz befinden sich der Erfüllungsort und Gerichtsstand am Sitz der Vertretung und Zahlstelle. **Für französische Anleger:** Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen richten sich ausschließlich an professionelle Anleger (wie im Rahmen der MiFID definiert), die auf eigene Rechnung investieren, und dieses Material darf in keiner Weise öffentlich verteilt werden. Die Verteilung des Prospekts und das Angebot, der Verkauf und die Lieferung von Anteilen in anderen Ländern können gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Der Emittent ist ein OGAW, der der irischen Gesetzgebung unterliegt, und von der Finanzaufsichtsbehörde als OGAW, der den europäischen Verordnungen entspricht, zugelassen. Dennoch muss er möglicherweise nicht denselben Regeln entsprechen, die für ein ähnliches Produkt gelten, das in Frankreich zugelassen wurde. Der Fonds wurde in Frankreich von der Finanzaufsichtsbehörde (Autorité des Marchés Financiers) für den Vertrieb registriert und darf an Anleger in Frankreich vertrieben werden. Exemplare aller Dokumente (d. h. des Prospekts, des Dokuments mit den wesentlichen Informationen für den Anleger, aller zugehörigen Ergänzungen oder Nachträge, der neuesten Jahresberichte und der Gründungsurkunde und Satzung) sind in Frankreich kostenlos bei der französischen Zentralisierungsstelle Societe Generale unter der Adresse 29, boulevard Haussmann – 75009 Paris, Frankreich, erhältlich. Alle Zeichnungen von Anteilen des Fonds erfolgen auf der Grundlage der Bedingungen des Prospekts und aller zugehörigen Ergänzungen oder Nachträge.