

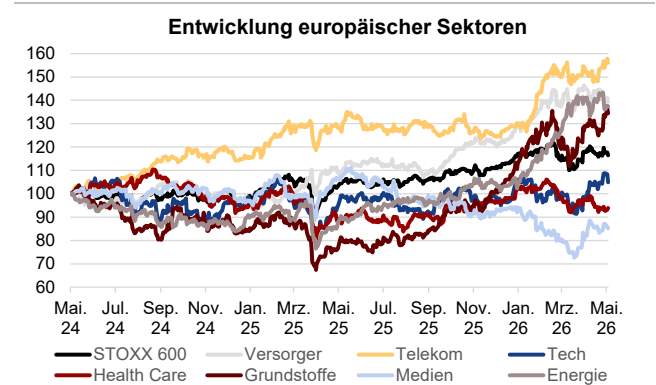
WARUM DIE AKTIENMÄRKTE AUF EINMAL KAPITALINTENSIVE UNTERNEHMEN LIEBEN

Bis vor wenigen Jahren schienen kapitalintensive Unternehmen an den Aktienmärkten ein Auslaufmodell zu sein. Inzwischen wächst jedoch die Sorge, dass Künstliche Intelligenz eine Bedrohung für die Geschäftsmodelle vieler personalintensiver und kapitalarmer Sektoren darstellt, wie etwa für die Softwarebranche. An der Börse werden daher vermehrt Unternehmen gesucht, die durch einen hohen und wertbeständigen Kapitalstock vor dieser Disruption geschützt sind. Solche Unternehmen finden sich vor allem in den Sektoren Versorger, Grundstoffe, Energie und Telekommunikation. Die Kehrseite kapitalintensiver Geschäftsmodelle sind jedoch eine niedrige Gesamtkapitalrendite und eine hohe Verschuldung.

Bis vor wenigen Jahren schienen kapitalintensive Unternehmen an den Aktienmärkten ein Auslaufmodell zu sein. In einem Umfeld extrem niedriger Zinsen und reichlich vorhandener Liquidität waren vor allem Wachstumswerte mit einfach skalierbaren Geschäftsmodellen und wenig physischem Kapital gesucht. Mit den Störungen der Lieferketten während der Pandemie, dem russischen Einmarsch in die Ukraine, dem darauffolgenden starken Inflationsschub und der restriktiveren Geldpolitik änderten sich die Rahmenbedingungen jedoch grundlegend. Kapitalintensive Sektoren wie Energie, Infrastruktur und Rüstung rückten wieder in den Blick der Anleger. Infolgedessen hat sich die Bewertungslücke zwischen kapitalintensiven und kapitalarmen Unternehmen deutlich verringert.

Gleichzeitig stellt KI viele Geschäftsmodelle der „New Economy“ in Frage. Software-Unternehmen, IT-Dienstleister, Logistikplattformen, Verlage oder Gaming-Unternehmen sehen ihre Wettbewerbsvorteile infrage gestellt, da KI die Kosten der Informationsverarbeitung senkt und disruptiv wirkt. Die starken Kurseinbrüche bei Software- und IT-Dienstleistern in den letzten Monaten spiegeln keinen Einbruch der kurzfristigen Gewinne wider, sondern eine Neubewertung der Geschäftsmodelle und der Margenstabilität.

Auf der anderen Seite verwandeln die enormen Investitionen in Datenzentren einige Tech-Firmen in kapitalintensive Industrieunternehmen. Um an der Spitze der technologischen Entwicklung zu bleiben, haben die fünf US-Hyperscaler Amazon, Alphabet's Google, Meta, Microsoft und Oracle in beispielloser Höhe investiert. Seit der Einführung von ChatGPT im Jahr 2022 haben sie rund 1,5 Bio. US-Dollar an Investitionsausgaben getätigt. Allein im Jahr 2026 werden die Investitionsausgaben dieser Hyperscaler voraussichtlich 650 Mrd. US-Dollar übersteigen.



Um diese Entwicklung zu beschreiben, haben die Analysten von Goldman Sachs den Begriff HALO geprägt, der für „Heavy Assets, Low Obsolescence“ steht. HALO-Unternehmen vereinen zwei wesentliche Merkmale:

- Geschäftsmodelle, die viel physisches Kapital erfordern und schwer zu imitieren sind wegen hoher Kosten, dichter Regulierung, langen Bauzeiten oder technischer Komplexität („Heavy Assets“);
- Vermögenswerte, deren wirtschaftliche Relevanz über Technologiezyklen hinweg bestehen bleibt. Beispiele sind Übertragungsnetze, Pipelines, Verkehrs- und Versorgungsinfrastruktur sowie industrielle Kapazitäten, die nur langsam veralten und dadurch wertbeständig sind („Low Obsolescence“).

Nach diesen Kriterien zählen zu HALO vor allem Versorger, Grundstoffunternehmen, Unternehmen aus dem Energie-Sektor und die Telekommunikation. Am anderen Ende des Spektrums stehen Software- und IT-Dienstleister, Unternehmen aus dem Bereich digitaler Inhalte oder Plattformen, die kapitalarm, aber personalintensiv produzieren.

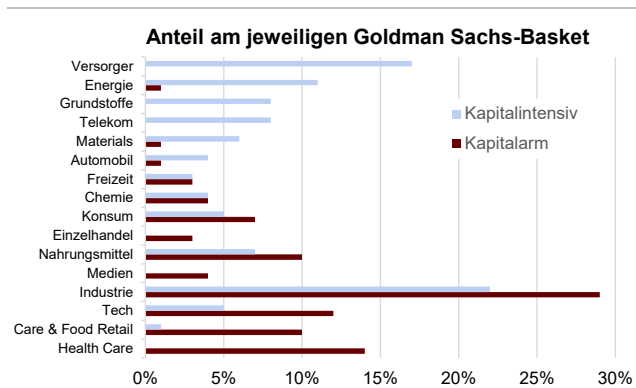
In anderen Branchen ist die Zuordnung nicht immer eindeutig. Die Automobil- und Luftfahrtbranche ist in der Regel kapitalintensiver als beispielsweise die Sektoren Luxusgüter und Getränke. Letztere können aber dennoch zu HALO zählen, da der Kapitalstock in diesen Sektoren wegen Markenwerten, sehr spezifischen Produktionsprozessen und langfristigen Investitionen in handwerkliches Können sehr wertbeständig ist. Im Gegensatz dazu sind Verbraucherdienstleistungen, Gaming und die meisten Einzelhändler kapitalarm.

Der Industriesektor ist ein komplexer Fall. Er reicht von sehr kapitalintensiven Bereichen wie Lkw bis hin zu kapitalarmen Teilsegmenten wie Personalvermittlung und anderen Unternehmensdienstleistungen. Zudem haben viele klassische Investitionsgüterhersteller in den letzten zehn Jahren bewusst den Übergang zu dienstleistungsorientierten Geschäftsmodellen vollzogen.

Eine ähnliche Unklarheit besteht im Bauwesen und bei den Rohstoffen. Zementhersteller sind eindeutig kapitalintensiv, die meisten Bau- und Infrastrukturdienstleistungsunternehmen hingegen nicht. Ihre Umsätze sind an Zyklen mit hohem Kapitalbedarf gekoppelt, doch die Unternehmen selbst besitzen oft nicht die zugrunde liegenden Vermögenswerte – seien es Gebäude, mautpflichtige Straßen oder Lieferdienste.

Die Analysten von Goldman Sachs haben Aktienindizes für kapitalarme und kapitalintensive Unternehmen aus Europa gebildet und diese nach Sektoren ausgewertet. Am eindeutigsten fällt das Ergebnis in den Branchen Versorger, Telekom und Grundstoffe aus, die nur im kapitalintensiven Basket vorkommen. Umgekehrt finden

sich Einzelhandel, Medien und Health Care nur im kapitalarmen Basket. Die anderen Sektoren lassen sich den beiden Kategorien weniger eindeutig zuordnen.



Die Kehrseite von kapitalintensiven Geschäftsmodellen sind höhere Schulden. Für den Aufbau und die Erhaltung des Kapitalstocks ist in der Regel viel Fremdkapital erforderlich. Hinzu kommt, dass Gesamtkapitalrenditen (Return on Assets) von unter fünf Prozent bei kapitalintensiven Unternehmen nicht ungewöhnlich sind. Durch die hohe Verschuldung liegt die Eigenkapitalrendite (Return on Equity) aber deutlich höher. Wer Aktien nach Qualitätskriterien wie geringer Verschuldung oder hoher Profitabilität selektiert, wird kapitalintensive Unternehmen daher untergewichten.

Ob die hohen Margen und hohen Eigenkapitalrenditen, die qualitativ hochwertige Unternehmen auszeichnen, aber wirklich dauerhaft sind, wird gerade von vielen Anlegern in Frage gestellt. Aus diesem Grund könnte sich die aktuelle Rallye von kapitalintensiven Unternehmen wohl noch eine Weile fortsetzen.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Dr. Tariq Chaudhry (tchaudhry@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de), Maximilian Vöpel (mvoelpel@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2026

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.