

„Ich betrachte immer zuerst die negativen Aspekte. Wenn man kein Geld verlieren kann, wird man Geld verdienen.“

Warren Buffett

Wir sind der Ansicht, dass Aktien aus dem Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) Bewertungen erreicht haben, die viele als spekulative Blase betrachten würden. Das soll nicht heißen, dass die Technologie nicht bahnbrechend ist – tatsächlich nutzen wir sie täglich und prüfen weiterhin, wo wir KI-Technologien am besten einsetzen können, um unser Dienstleistungsangebot zu verbessern und Kosten zu senken. Die Preise, die für diese Technologie derzeit verlangt werden, stehen jedoch fast allen zerstörerischen Spekulationswellen der jüngeren Geschichte in nichts nach, allen voran der TMT-Blase des Jahres 2000. Wenn diese „Blasen“ schließlich platzen, führen sie für viele Anleger zum finanziellen Ruin, von denen die meisten sich des Risikos von vornherein gar nicht bewusst waren. Wir glauben jedoch auch, dass sich gleichzeitig einige wunderbare Chancen ergeben. Daher haben wir diesen Quartalsbericht in zwei Abschnitte unterteilt: „Bedenken“ und „Chancen“ (einschließlich Brasilien).

Bedenken

Wie bereits angedeutet, ist unsere erste Sorge der Hype um KI-Aktien. Die Namen, die Ihnen bekannt sein dürften, sind **Nvidia**, Micron und vielleicht auch TSMC und ASML.

Eine beunruhigende Tatsache, auf die wir gestoßen sind:

In Deutschland sind 416 Unternehmen an den verschiedenen Börsen des Landes notiert. Der beliebteste und am meisten beachtete Index ist der Blue-Chip-Index DAX, der die 40 größten deutschen Unternehmen umfasst. Zu den bekannten Namen zählen unter anderem Adidas, SAP, Allianz, BMW, Daimler Truck, Volkswagen, Munich Re, Hannover Re, BASF, Merck und Airbus. Diese 40 Unternehmen machen rund 80 % der Marktkapitalisierung der börsennotierten Aktiengesellschaften in Deutschland aus.

Die Unternehmen im DAX verteilen sich auf verschiedene Branchen, wie zum Beispiel:

- Automobilindustrie und Zulieferer
- Technologie und Kommunikation
- Finanzen und Versicherungen
- Chemie und Pharma
- Industrie, Energie und Rohstoffe
- Konsumgüter, Einzelhandel und Immobilien



Diese Diversifizierung bietet Schutz, denn wenn sich ein Sektor schlecht entwickelt, könnten andere Sektoren gut abschneiden. Das durchschnittliche Kurs-Umsatz-Verhältnis dieser 40 Unternehmen liegt bei 0,97x. Mit anderen Worten: Wenn Sie alle Unternehmen im DAX-Index kaufen müssten, würden Sie knapp weniger als den Umsatz eines Jahres zahlen. Der DAX 40 notiert in der Regel mit einem niedrigeren Kurs-Umsatz-Verhältnis als große US-Indizes (wie der S&P 500), da er stark von traditionellen Industrie-, Automobil- und Finanzkonzernen geprägt ist und weniger von margenstarken Technologieunternehmen. Behalten Sie dies im Hinterkopf für den Vergleich, den wir im Folgenden erläutern werden.

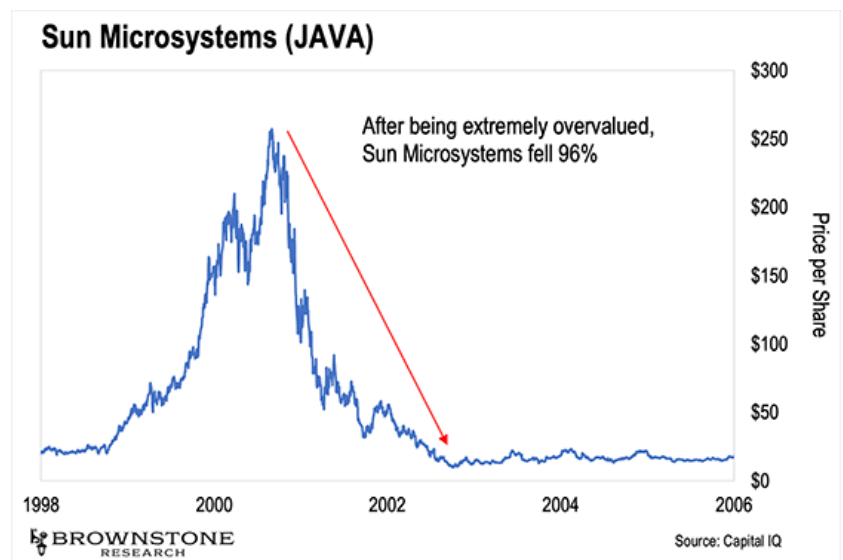


Nvidia ist gemessen an der Marktkapitalisierung zum wertvollsten Unternehmen der Welt geworden. Nvidia ist ein US-amerikanischer Halbleiterhersteller, der derzeit mit einem Kurs-Umsatz-Verhältnis von 18,21 gehandelt wird. Würden Sie Nvidia-Aktien kaufen, würden Sie das 18-Fache des gesamten Jahresumsatzes bezahlen.

Ebenso war Sun Microsystems der Liebling des Marktes während der Internetblase im Jahr 2000, bevor das Unternehmen innerhalb von nur zwei Jahren drastisch einbrach (siehe Grafik unten). Der CEO war Scott McNealy. Sun Microsystems erreichte im Jahr 2000 eine Marktkapitalisierung von 200 Mrd. US-Dollar, brach dann ein und wurde ein Jahrzehnt später schließlich für 7 Mrd. US-Dollar an Oracle verkauft. Das Kurs-Umsatz-Verhältnis lag auf dem Höchststand bei 10. Zur Erinnerung: Das Kurs-Umsatz-Verhältnis von Nvidia liegt derzeit bei 18.

Das schrieb Scott McNealy schließlich an die Aktionäre, nachdem das Unternehmen 96 % seines Wertes verloren hatte:

„Bei einem Kurs-Umsatz-Verhältnis von 10 müsste ich Ihnen, um eine Amortisationszeit von 10 Jahren zu erreichen, 10 Jahre lang in Folge 100 % des Umsatzes als Dividenden auszahlen. Das setzt voraus, dass ich keine Kosten für verkaufte Waren habe, was für ein Computerunternehmen sehr schwer ist. Das setzt voraus, dass ich keine Aufwendungen habe, was bei 39.000 Mitarbeitern wirklich schwer ist. Das setzt voraus, dass ich keine Steuern zahle, was ebenfalls sehr schwer ist. Und das setzt voraus, dass Sie keine Steuern auf Ihre Dividenden zahlen, was irgendwie illegal ist. Und das setzt voraus, dass ich bei null F&E-Ausgaben in den nächsten 10 Jahren die aktuelle Umsatzdynamik aufrechterhalten kann. Ist Ihnen klar, wie lächerlich diese Grundannahmen sind? Was haben Sie sich dabei gedacht?!“



Zurück zum Vergleich mit dem deutschen Aktienmarkt: Würde man die Marktkapitalisierung (den Wert) aller 416 börsennotierten Unternehmen der drittgrößten Volkswirtschaft der Welt, Deutschland, addieren, wären diese zusammen nur 52 % von Nvidia wert. Man zahlt fast das 1-Fache des Jahresumsatzes für alle deutschen Unternehmen und das 18-Fache des Jahresumsatzes für ein einziges US-Chipunternehmen. Man könnte zwar argumentieren, dass die Bewertung von Nvidia angesichts der Einführung von KI gerechtfertigt ist, doch wir halten uns lieber an die Grundsätze guten Investierens: Diversifizierung, eine Sicherheitsmarge und der Kauf unterbewerteter Unternehmen.

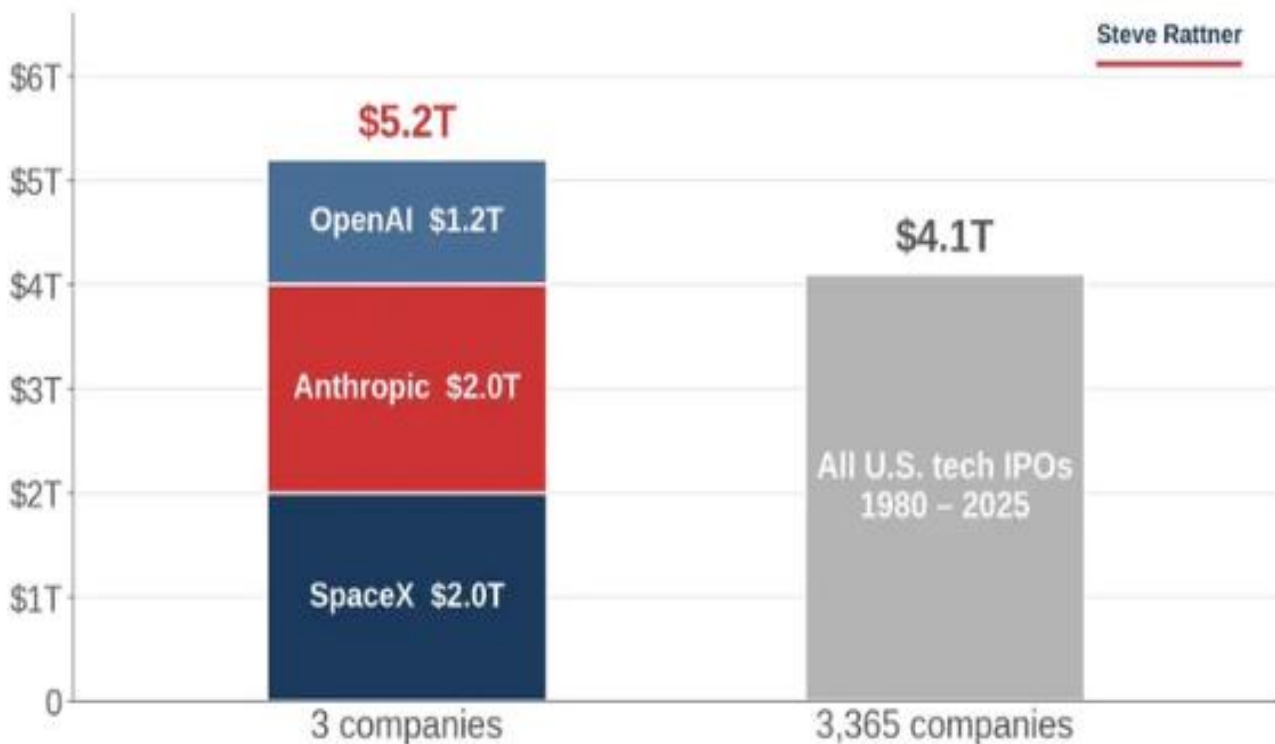
Ein weiteres eindrucksvolles Beispiel dafür, wie extrem die Bewertungen von KI-bezogenen Unternehmen geworden sind, ist die Betrachtung von nur drei auf KI spezialisierten Unternehmen: OpenAI, Anthropic und SpaceX.

Ihre aktuellen Bewertungen übersteigen den kombinierten Anfangswert aller einzelnen amerikanischen Technologieunternehmen, die von 1980 bis 2025 in den USA an die Börse gingen. Das heißt: In diesem Zeitraum wurden 3.365 Technologieunternehmen an die Börse gebracht, und die Bewertungen von Anthropic, OpenAI und SpaceX sind höher als der Wert aller übrigen Unternehmen zusammen. Beispiellos!

Three Companies, Worth More Than 45 Years of Tech IPOs

Valuation of three AI-era giants vs. the combined first-day value of all 3,365 U.S. tech IPOs, 1980 – 2025

Steve Rattner



Um Jim Osman zu den Märkten zu zitieren, in denen wir uns derzeit befinden:

- Jeder Kursrückgang wird zum Kauf genutzt.
- Jede Warnung wird ignoriert.
- Jedes Risiko wird zu einem weiteren Grund zum Kauf.

Wenn ein Markt das Risikomanagement überflüssig erscheinen lässt, ist es meist genau dann, wenn man es am dringendsten braucht. Glücklicherweise hat diese Missachtung der Risikokontrolle zahlreiche Chancen hervorgebracht – allerdings nur, wenn ein Anleger den Mut hat, sie zu nutzen.

Chancen

Während der Rest des Marktes darauf aus ist, die wohl teuersten Aktien der Geschichte zu jagen, konzentrieren wir uns auf erstklassige, unterbewertete Wachstumsunternehmen mit hervorragender Erfolgsbilanz, die derzeit wahllos verkauft werden. Zwei dieser Unternehmen sind führende lateinamerikanische Technologieunternehmen: (1) Nu Holdings und (2) MercadoLibre.

1. Nu Holdings

Nu Holdings ist ein brasilianisches Unternehmen und die weltweit größte unabhängige digitale Banking-Plattform (sogenannte „Neobank“), die 140 Millionen Kunden vor allem in Lateinamerika (Brasilien, Mexiko und Kolumbien) betreut und derzeit in die Vereinigten Staaten expandiert.

Kernprodukte und -dienstleistungen:

- Kundenstamm: 139 Mio.–140 Mio.+ aktive Nutzer.
- Digitale Konten: Mobile-First-Banking (NuConta) mit Funktionen für hochverzinsliche Guthaben.
- Kredit- und Debitkarten: Internationale Mastercard-Kreditkarten ohne oder mit geringen Jahresgebühren (einschließlich der „Metal“-Kreditkarte und der „Ultravioleta“-Stufen).
- Finanzlösungen: Unbesicherte und besicherte Privatkredite, Pix-Sofortüberweisungen und NuPay.
- Versicherungen und Lifestyle: Lebens-, Mobilfunk-, Kfz- und Hausratversicherungen sowie Dienste wie NuTravel und NuCel (Mobilfunkdienste).
- Globale Expansion: Nu Global-Dienste für mehrere Währungen in über 35 Ländern sowie Geschäftstätigkeit auf dem US-Markt.



Die optimistischen Argumente:

1. Hohe Kapitaleffizienz und Rentabilität: Nu weist eine Eigenkapitalrendite (ROE) der letzten 12 Monate von rund 30,7 % auf und übertrifft damit die Durchschnittswerte des traditionellen Bankensektors (11,9 %) deutlich. Dank seiner kostengünstigen digitalen Infrastruktur lassen sich Nutzer zu Grenzkosten nahe Null skalieren.
2. ARPAC-Wachstum und Cross-Selling: Der durchschnittliche Umsatz pro aktivem Kunden (ARPAC) steigt weiter an, da Nutzer mehrere Finanzprodukte nutzen – von Kreditkarten und Privatkrediten bis hin zu Versicherungen und Anlagekonten (NuInvest).
3. Enormes regionales Wachstumspotenzial: Erschließung von Bevölkerungsgruppen mit unzureichendem Zugang zu Bankdienstleistungen und geringer Kreditkartenverbreitung in ganz Lateinamerika (einschließlich starker Präsenz in Brasilien, Mexiko und Kolumbien).
4. Umfangreiche Reinvestitionen und geografische Expansion: Nu setzt erhebliches Kapital ein – beispielsweise eine strategische Investitionsoffensive in Höhe von 45 Milliarden R\$ in Brasilien – und expandiert gleichzeitig aggressiv in Mexiko und den USA, wobei 60 Millionen US-Hispanics und der grenzüberschreitende Überweisungskorridor im Visier stehen.
5. KI und technologischer Vorsprung: Die Neuausrichtung des Managements auf ein KI-orientiertes Bankmodell zielt darauf ab, den Kundenservice weiter zu personalisieren, die Kreditprüfung zu automatisieren und die Fixkosten zu senken.

2. MercadoLibre

MercadoLibre ist das größte Ökosystem für Online-Handel und digitale Finanztechnologie in Lateinamerika und wird oft als das regionale Äquivalent von Amazon, PayPal und eBay zusammen beschrieben.

Kernprodukte und -dienstleistungen:

- MercadoLibre-Marktplatz: eine Online-Handelsplattform.
- Mercado Libre Envios: ein integriertes Logistik- und Versandnetzwerk, das die Auftragsabwicklung und Lagerhaltung übernimmt.
- Mercado Shops, Mercado Ads und Mercado Play: Zusatzdienste, die Händler beim Aufbau und Betrieb ihrer eigenen E-Commerce-Shops unterstützen und ihnen Hilfe bei Werbung und Inhalten bieten.
- Das Fintech- und Finanzdienstleistungsangebot (Mercado Pago), das innerhalb kurzer Zeit 65 % des Kerngewinns ausmacht und eine digitale Geldbörse sowie einen Zahlungsabwickler umfasst.
- Mercado Crédito und Fondo: die Geschäftsbereiche für Kreditvergabe und Vermögensverwaltung, die sich nahtlos in das bestehende Dienstleistungsangebot integrieren lassen.



Die optimistischen Argumente:

- Enormes langfristiges Wachstumspotenzial: Die E-Commerce-Durchdringung in Lateinamerika liegt bei etwa 10 % bis in den mittleren Zehnerbereich, was im Vergleich zu Nordamerika ein jahrzehntelanges Aufholpotenzial bedeutet.
- Integriertes Ökosystem als Triebkraft: Die Kombination aus Mercado Libre (Marktplatz), Mercado Pago (Fintech/Zahlungsverkehr/Kreditkarten) und Mercado Ads (Retail Media) sorgt für eine hohe Nutzerbindung und wiederholte Nutzung. Die Zahl der Nutzer, die sowohl im E-Commerce- als auch im Fintech-Bereich aktiv sind, wächst rasant.
- Logistik und grenzüberschreitende Skalierung: MercadoLibre hat eine eigene Logistik- und Fulfillment-Infrastruktur aufgebaut (einschließlich strategischer Drehkreuze für den grenzüberschreitenden Handel wie das Fulfillment-Zentrum in China), um die unzureichenden öffentlichen Liefernetze zu überwinden. Die Versandkosten pro Einheit in Schlüsselregionen wie Brasilien sinken mit steigendem Volumen.
- Fintech und Kreditausweitung: Das Kreditkarten- und Kreditportfolio von Mercado Pago ist sprunghaft angestiegen (mit einem Wachstum von 75 % im Jahresvergleich auf über 16 Milliarden US-Dollar) und treibt damit die Monetarisierung voran sowie die Einbindung der Menschen ohne Bankkonto in ganz Lateinamerika.
- Wachstumspotenzial im Werbegeschäft: Mercado Ads wächst rasant als Retail-Media-Netzwerk und steuert auf einen Markt im Wert von mehreren Milliarden Dollar zu, in dem die Durchdringung des GMV durch Werbung noch hinter den globalen Durchschnittswerten zurückbleibt.

“Large amounts of money aren't made by buying what everybody likes. They're made by buying what everybody underestimates.”

— Howard Marks

Betrachten Sie die obige Grafik zum Kurs-Umsatz-Verhältnis von MercadoLibre: 1,84. Vergleichen Sie dies nun mit Nvidia, das mit einem Kurs-Umsatz-Verhältnis von 18 gehandelt wird. MercadoLibre ist in den letzten 5 Jahren lediglich um 25 % gestiegen. Das Wachstumspotenzial dieses Unternehmens ist atemberaubend.

Brasilien

Brasilien ist die größte Position im „Global Emerging Market Fund“ von Coronation und eine der größten Regionen im „Coronation



Global Optimum Fund“. Vor kurzem fanden in Brasilien sehr positive Wahlen statt, bei denen der rechtsgerichtete Kandidat Flavio Bolsonaro den linksgerichteten Präsidenten Lula da Silva übertrumpfte. Am 25. Oktober findet eine Stichwahl statt.

Hier sind fünf überzeugende Gründe, warum Brasilien derzeit eine fantastische Chance darstellt:

1. Stark unterbewertete Aktien und hervorragende Dividendenrenditen:

Die Leitindizes Ibovespa und MSCI Brazil notieren bei einem niedrigen Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), das deutlich unter den historischen Durchschnittswerten liegt und günstiger ist als in den USA und anderen Schwellenländern. Gleichzeitig bieten brasilianische Aktien hohe durchschnittliche Dividendenrenditen (rund 7 %+) sowie zunehmende Aktienrückkäufe durch Unternehmen, was Value-Anlegern ein starkes Cash-Renditepotenzial bietet.

2. Starke Rohstoffpreise und günstige Handelsbedingungen:

Brasilien ist nach wie vor ein bedeutender Exporteur wichtiger Rohstoffe, darunter Eisenerz (angeführt von Vale), Öl (angeführt von Petrobras), Sojabohnen und Fleisch.

3. Globale Kapitalrotation und Outperformance der Schwellenmärkte

Internationale institutionelle Anleger und globale börsengehandelte Fonds (ETFs) verzeichnen eine erneute Kapitalrotation hin zu brasilianischen Aktien, die als seltener Lichtblick für eine Diversifizierung weg von den überlaufenen, technologielastrigen Märkten der Industrieländer gelten.

4. Finanzielle Disruption und technologische Innovation

Brasilien beherbergt einen rasant wachsenden Finanztechnologiesektor, der durch bedeutende disruptive Akteure im digitalen Bankwesen wie Nu Holdings sowie durch führende traditionelle Bankhäuser wie Itaú Unibanco geprägt ist.

5. Dominanz erneuerbarer Energien:

Etwa 88 % des brasilianischen Stroms werden aus erneuerbaren Energien (Wasserkraft, Windkraft, Solarenergie) erzeugt, was lokale Versorgungs- und Clean-Energy-Unternehmen gut für strukturelles inländisches Wachstum und steigende globale Nachfrage im Bereich Technologie und Rechenzentren positioniert.



Betrachtet man das Diagramm genau, so haben brasilianische Aktien endlich den mehrjährigen Abwärtstrend gegenüber dem S&P 500 durchbrochen. Das letzte Mal, dass sich Brasilien im Vergleich zu US-Aktien in einem langfristigen Bullenmarkt befand, war zwischen 2002 und 2008. Der brasilianische Index stieg in US-Dollar um das 20-Fache.



Während der Rest des Marktes auf teure amerikanische KI-Aktien fixiert ist, positionieren wir unsere Portfolios still und leise so, dass sie in unterbewerteten Märkten hervorragende Renditen erzielen. Wir sehen es als unsere Aufgabe an, den Blick über Südafrika hinaus zu richten. Es gibt weitaus spannendere Märkte als den heimischen, mit deutlich geringerem politischen Risiko, die zu attraktiven Bewertungen gehandelt werden.

Vielen Dank für Ihre anhaltende Unterstützung von „“. An diesem Kommentar haben Mike Carruthers, Matt Carruthers und Maryka Smit mitgewirkt.

Mit freundlichen Grüßen