



LB≡BW

Kapitalmärkte Blickpunkt

LBBW Research | Strategy

Harte Assets statt heißer Luft

In aller Kürze:

- KI-Milliarden: Kommt jetzt die Blase?
- HALO statt KI-Hype
- Industrie, Energie, Banken und Telekom im Fokus
- HALO-Werte können Depots resilienter machen

Antje Laschewski

Investmentanalystin

+49 711 127-73064

Antje.e.laschewski@LBBW.de

LBBWResearch@LBBW.de
www.LBBW.de/Research

Einleitung

Die Börse liebt das Neue. Neue Technologien, neue Geschäftsmodelle, neue Plattformen und neue Versprechen ziehen Kapital an. Kaum ein anderes Schlagwort hat in den vergangenen Jahren so viel Aufmerksamkeit gebunden wie künstliche Intelligenz (KI). Milliarden fließen in Rechenzentren, Halbleiterfabriken und Software. Die Bewertung vieler Unternehmen hängt dabei nicht zuletzt an der Erwartung, dass ihre Technologie auch in einigen Jahren noch an der Spitze stehen wird.

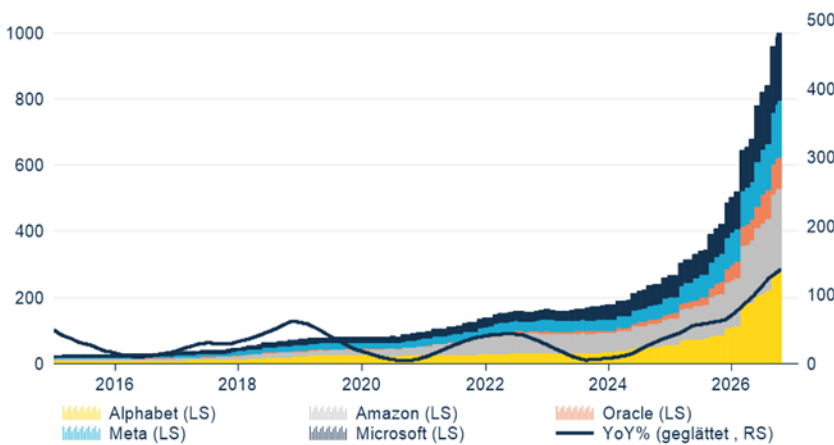
Es gibt jedoch auch Anlagen, die weniger spektakulär und gerade deshalb interessant sind: Investition in Unternehmen, die über harte Assets verfügen, und durch KI nicht obsolet werden oder gar vom Einsatz der KI profitieren. So lassen sich etwa Ölbohrungen, chemische, biologische oder mechanische Prozesse keineswegs durch KI ersetzen, sondern allenfalls verfeinern und beschleunigen. In den USA werden diese Anlagen mit einem etwas sperrigen Begriff beschrieben: «Heavy Assets, Low Obsolescence» (HALO).

Warum sich Anleger mit HALO beschäftigen sollten und welche Sektoren aus unserem Spektrum der Outperformer in diese Kategorie fallen, soll hier abgehandelt werden.

KI – vom Boom zur Blase

Die künstliche Intelligenz ist längst nicht mehr nur ein technisches Versprechen. Sie ist zu einem wirtschaftlichen Großprojekt geworden – und zu einer Wette von historischer Dimension. Insbesondere die großen amerikanischen Technologieunternehmen bauen Rechenzentren, sichern sich Chips, schließen langfristige Stromlieferverträge ab und investieren Milliarden in Netze und Dateninfrastruktur. Allein die fünf größten „Hyperscaler“ dürften 2025 und 2026 zusammen mehr als eine Billion US-Dollar für KI-bezogene Investitionen ausgeben.

Abb.1: Investitionen Hyperscaler 12M-Forward
in Bio. USD, 12-Monats-Forward



Quelle: LSEG, LBBW Research

Die Bewertungen von Halbleiterherstellern, Cloud-Anbietern und Softwarekonzernen zeigen, wie weit die Erwartungen an künstliche Intelligenz reichen: Sie soll nicht nur Arbeitsabläufe beschleunigen, sondern ganze Märkte verändern. Investoren trauen vor allem einer kleinen Gruppe von Unternehmen – darunter Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft und Oracle – zu, die dafür nötige Infrastruktur zu beherrschen.

Während die Bewertungen dieser börsennotierten Schwergewichte nicht auffällig hoch erscheinen, zeichnet sich bei OpenAI und Anthropic ein anderes Bild ab. Gemessen an ihren jüngsten Finanzierungsrunden sind die außerbörslichen Bewertungen der beiden potenziellen Börsenkandidaten ambitioniert. Dahinter steht die Erwartung, dass sich ihre hohen Anfangsinvestitionen langfristig in entsprechend hohen Erträgen niederschlagen.

Das ist nicht unplausibel. KI kann Kosten senken, Entwicklungszeiten verkürzen und die Produktivität steigern. Gerade in Bereichen wie Softwareentwicklung, Kundenservice, Beratung, Versicherungen oder Finanzdienstleistungen sind die möglichen Effizienzgewinne erheblich. Doch die Verheißung der Technologie ist nicht gleichbedeutend mit sicheren Renditen für jedes Unternehmen. KI kann Geschäftsmodelle stärken, aber auch entwerten. Sie erleichtert neuen Wettbewerbern den Eintritt, erhöht den Preisdruck und verschiebt die Wertschöpfung zugunsten jener Anbieter, die über Daten, Rechenleistung und Kapital verfügen.

Entscheidend wird deshalb nicht sein, ob sich KI durchsetzt. Das dürfte kaum mehr zur Debatte stehen. Entscheidend ist vielmehr, wer am Ende die Erträge abschöpft – und ob sie hoch genug ausfallen, um die gegenwärtigen Investitionen zu rechtfertigen.

Tech-Riesen
pumpen Milliarden
in die Zukunft

Wer macht Gewinne
und wer bleibt auf der
Rechnung sitzen?

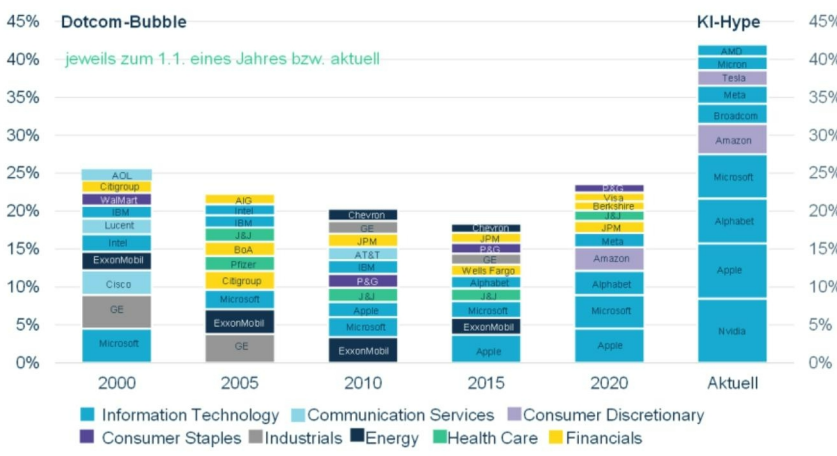
Aktuell deutet manches darauf hin, dass die dynamische Entwicklung der Künstlichen Intelligenz (KI) zumindest in Teilsegmenten des Kapitalmarktes für Public Equity (Aktien), Private Equity und Private Credit Phänomene einer spekulativen Übertreibung erzeugt. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) hat kürzlich in einer Studie auf die erheblichen Überinvestitionen im KI-Bereich hingewiesen.

Von einer Blase zu sprechen, wäre dennoch voreilig. Eine Blase lässt sich zuverlässig meist erst erkennen, wenn sie geplatzt ist. Zudem unterscheidet sich der KI-Boom von früheren Spekulationsphasen dadurch, dass seine wichtigsten Träger hochprofitable Konzerne mit starken Bilanzen sind. Das mindert das unmittelbare Finanzierungsrisiko, ist aber keine Garantie gegen Fehlallokationen. Auch Eisenbahn, Elektrifizierung und Internet waren reale, produktivitätssteigernde Innovationen – dennoch überstieg der Kapitalzufluss zeitweise den wirtschaftlich gerechtfertigten Bedarf.

Ähnliches könnte sich bei KI wiederholen: Rechenzentren, Chips und Energieinfrastruktur dürften langfristig unverzichtbar sein, ohne dass deshalb jede Investition rentabel und jedes Geschäftsmodell nachhaltig ist. Entscheidend wird sein, ob den milliardenschweren Vorleistungen bald steigende Umsätze, tragfähige Margen und messbare Produktivitätsgewinne folgen. Andernfalls könnte die gegenwärtige Euphorie einer scharfen Neubewertung weichen – mit der Konsequenz massiver Abschreibungen. Gelingt der Nachweis hingegen, wäre der heutige Investitionsschub weniger Blase als die teure Aufbauphase einer neuen industriellen Infrastruktur.

Euphorie könnte scharfer Neubewertung weichen

Abb. 2: Die zehn größten US-Werte gehören inzwischen alle zur Technologiebranche und haben einen Anteil von 42,0% der streu- besitzgewichteten Kapitalisierung des S&P 500



Quelle: LSEG, LBBW Research

Hallo HALO!

Die Sorge vor einer Überhitzung der KI-Euphorie hat den Blick der Anleger zeitweise auf eine andere Unternehmensgruppe gelenkt: Firmen, deren Wert weniger auf Software, Daten oder fernen Wachstumsversprechen beruht als auf harten Assets aus Stahl, Beton, Kupfer und Maschinen. Für diesen Ansatz hat sich das Kürzel HALO etabliert – als Akronym aus **Heavy Assets, Low Obsolescence**, also: anlagenintensive Unternehmen mit geringer Gefahr, durch KI obsolet zu werden.

HALO-Unternehmen besitzen oder betreiben physische Vermögenswerte, die teuer, zeitaufwändig oder regulatorisch schwierig zu errichten

Anlageintensive Unternehmen im Blick

sind – und deren Nutzen auch im Zeitalter künstlicher Intelligenz fortbesteht. Dazu zählen Stromnetze und Versorger, Pipelines und Häfen, Bahn- und Verkehrsnetze, Industrieanlagen, spezialisierte Produktionsstätten, Rechenzentrumsinfrastruktur, Lagerhäuser sowie Teile des Gesundheits- und Immobiliensektors. Nicht jede dieser Anlagen ist gegen technologischen Wandel immun. Doch ihre wirtschaftliche Funktion lässt sich nicht einfach durch einen Algorithmus ersetzen. KI kann Planung, Wartung, Steuerung und Auslastung verbessern; sie kann aber weder ein Stromnetz bauen noch Rohstoffe fördern, Güter physisch transportieren oder Lebensmittel in die Regale bringen.

Gerade darin liegt der Reiz. Während digitale Geschäftsmodelle oft von rascher Innovation, niedrigen Grenzkosten und potenziell globaler Skalierung leben, sind HALO-Geschäfte häufig lokal gebunden und kapitalintensiv. Sie wirken träge, verlangen hohe Anfangsinvestitionen und regelmäßige Ausgaben für Unterhalt, Erneuerung und Ausbau. Auf den ersten Blick ist das kein offensichtlicher Vorzug: Kapitalintensität bedeutet Kapitalbedarf, Abschreibungen und eine Abhängigkeit von den Finanzierungsbedingungen.

Doch eben dieser Aufwand kann einen Burggraben schaffen. Wer ein Stromnetz, einen Hafen, eine Chemieanlage oder ein Logistikzentrum betreibt, verfügt nicht bloß über Sachanlagen in der Bilanz. Entscheidend ist, dass diese Anlagen wirtschaftlich kaum zu replizieren sind. Ein zweites Stromnetz in derselben Region, einen zusätzlichen Flughafen am gleichen Standort oder eine parallele Pipeline zu errichten, wäre wirtschaftlich wenig sinnvoll. Hohe Baukosten, lange Genehmigungsverfahren, knappe Standorte und regulatorische Vorgaben begrenzen den Wettbewerb. Diese Hindernisse schaffen eine starke Marktstellung.

Die Bezeichnung HALO darf allerdings nicht mit Qualität verwechselt werden. Ein großes Anlagevermögen ist noch kein Garant für attraktive Renditen. Die eigentliche Analyse beginnt erst danach: Ist die Nutzung der Anlagen langfristig gesichert? Sind die Erträge vertraglich fixiert oder reguliert? Kann ein Unternehmen steigende Kosten an Kunden weitergeben? Reichen die laufenden Cashflows, um Instandhaltung, Wachstumsinvestitionen und Finanzierung zu tragen? Und wie hoch ist die Verschuldung?

Diese Fragen gewinnen vor dem Hintergrund des aktuellen Zinsanstiegs an Bedeutung. Infrastruktur- und Industrieprojekte werden oft über Fremdkapital finanziert. Verteuert sich die Finanzierung, belastet dies zunächst den freien Cashflow und langfristig die Bewertung. Denn der Wert eines Unternehmens ergibt sich aus den künftig erwarteten Zahlungsströmen – abgezinst mit einem Satz, der bei höheren Marktzinsen steigt. Je weiter die Erträge in der Zukunft liegen, desto stärker fällt dieser Bewertungseffekt aus.

Unternehmen, die schon heute robuste Cashflows erzielen, sind gegenüber steigenden Zinsen tendenziell weniger empfindlich als solche, deren Erträge vor allem in einer fernen Zukunft erwartet werden. Das erklärt, weshalb eine Rotation in HALO-Werte auch als Gegenbewegung zur Favorisierung hoch bewerteter Wachstumstitel gelesen werden kann. Sie ist aber keine einfache Flucht in Sicherheit. Auch Betreiber langlebiger Anlagen können unter hohen Zinsen leiden – insbesondere dann, wenn ihre Bilanz stark fremdfinanziert ist oder ihre Preise politisch reguliert werden.

Ein weiterer möglicher Vorzug liegt im Verhältnis zur Inflation. Betreiber von Infrastruktur verfügen zumeist über langfristige Verträge oder regulierte Tarife mit Preissteigerungsklauseln. Zudem kann der Wiederbeschaffungswert bestehender Anlagen steigen: Wenn ein Netz, Terminal oder Industriekomplex heute wesentlich teurer zu errichten wäre als vor zehn Jahren, gewinnt die vorhandene Infrastruktur an Wert. Dies garan-

KI-Schutzwall für Anleger

Zinsschock trifft KI-Unternehmen härter

Infrastruktur ist inflationsresistent

tiert aber keinen Inflationsschutz. Kostensteigerungen, politische Eingriffe und verzögerte Tarifierungen können den Vorteil rasch relativieren.

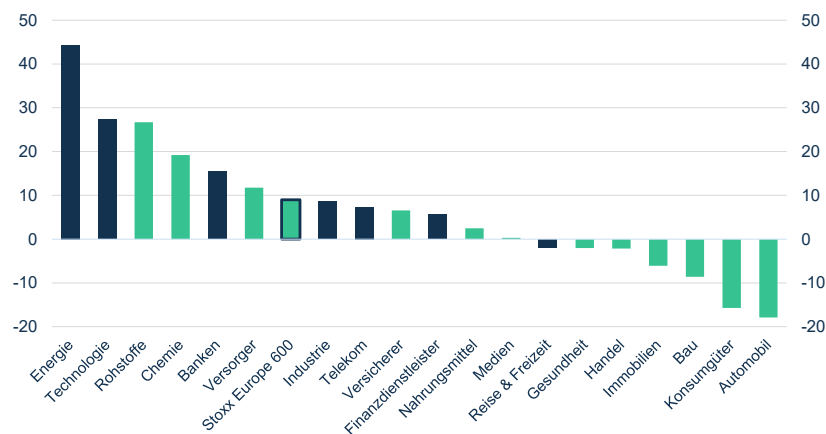
Die HALO-Idee ist somit eine Erinnerung an ein altes Prinzip: Der Wert eines Unternehmens liegt nicht allein in der Fantasie über künftige Technologien, sondern auch in der Kontrolle über unverzichtbare reale Produktionsfaktoren. Zudem gilt, in einer Wirtschaft, die immer digitaler wird, könnten gerade jene Unternehmen an Gewicht gewinnen, welche die physischen Grundlagen dieser Digitalisierung bereitstellen (Kraftwerke, Netze, Energiequellen, Rohstoffe).

HALO-Sektoren: Wo die reale Wirtschaft wieder zählt

Nachfolgend nehmen wir diejenigen Branchen unter die Lupe, die wir derzeit als Outperformer sehen und die gleichzeitig als HALO-Sektoren eingestuft werden können.

Zu unserem HALO-Favoritenkreis gehören die Sektoren Banken, Energie, Industrie und Telekom. Wir schauen uns die jeweiligen langfristigen Branchentrends an, den Investment Case und die Gründe für ihre Resilienz gegenüber Risiken im KI-Anlageuniversum.

Abb. 4: Performance Stoxx-Branchen
YTD, aktuell favorisierte Sektoren dunkelblau eingefärbt



Quelle: LSEG, LBBW Research

Die HALO-Macht der Energieriesen

Energieaktien reagieren derzeit besonders stark auf geopolitische Risiken. Russlands Krieg gegen die Ukraine, die komplexen Konflikte im Nahen Osten und der Wettbewerb um kritische Rohstoffe haben verdeutlicht: Energie ist nicht nur ein handelbares Gut, sondern ein sicherheits- und industriepolitischer Faktor. Davon profitieren die etablierten Öl- und Gaskonzerne. Begrenzte Förderkapazitäten, anfällige Lieferketten und politische Risiken in wichtigen Förderländern stützen nicht nur die Öl- und Gaspreise, sondern auch die Margen in der Weiterverarbeitung zu Kraftstoffen. Davon profitieren die Produzenten unmittelbar: Höhere Preise verbessern die Cashflows, erleichtern den Schuldenabbau und schaffen Raum für Dividenden sowie Aktienrückkäufe.

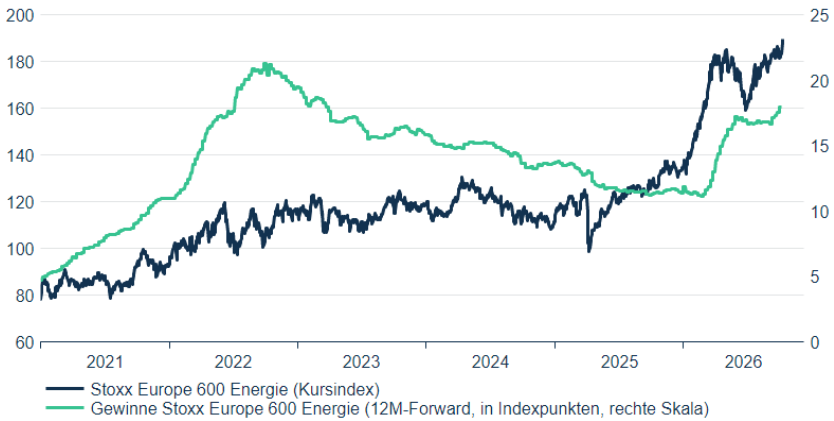
Die aktuell hohen Erträge dürfen jedoch nicht über die strukturellen Risiken hinwegtäuschen. Öl und Gas bleiben auf absehbare Zeit unverzichtbar. Zugleich wächst das Angebot, vor allem durch neue LNG-Kapazitäten. Das könnte den Gasmarkt mittelfristig entspannen und die außergewöhnlich hohen Margen normalisieren. Entscheidend ist daher

Öl- und Gas als Cash-Maschine

nicht allein die Nachfrage, sondern auch das Tempo, mit dem neue Kapazitäten entstehen.

Langfristig wird der fossile Energieverbrauch zudem durch Effizienzgewinne, Elektrifizierung industrieller Prozesse, Elektromobilität und Ausbau erneuerbarer Energien gebremst. Europa verfolgt den Umbau seiner Energieversorgung nicht nur aus klimapolitischen Gründen. Es geht auch um geringere Abhängigkeiten, Versorgungssicherheit und industrielle Wettbewerbsfähigkeit.

Abb. 5: Stoxx Europe Energie
Gewinne und Kursentwicklung



Quelle: LSEG, LBBW Research

Für die großen Energiekonzerne ergibt sich daraus ein Zielkonflikt. Das Öl- und Gasgeschäft finanziert weiterhin Dividenden, Rückkäufe und Investitionen. Zugleich müssen die Unternehmen daraus den Einstieg in Stromnetze, erneuerbare Energien, Biokraftstoffe, Wasserstoff, Ladeinfrastruktur und CO₂-Abscheidung bezahlen. Diese Bereiche benötigen viel Kapital und erreichen häufig noch nicht die Renditen des Fördergeschäfts. Dekarbonisierung ist daher vorerst weniger eine Wachstumsstory als eine Absicherung gegen den langfristigen Wertverlust des traditionellen Geschäfts.

Gleichwohl zählen integrierte Energiekonzerne in weiten Teilen zur Kategorie **High Assets, Low Obsolescence**. Ihre zentralen Vermögenswerte sind langlebig, knapp und nur mit großem Aufwand zu replizieren: Förderrechte und Reserven, Pipelines, Raffinerien, LNG-Terminals, Tanklager, Handelsplattformen, Vertriebsnetze und technisches Know-how. Solche Anlagen verlangen hohe Anfangsinvestitionen, langwierige Genehmigungsverfahren und regulatorische Erfahrung. Wer in die Energiewertschöpfung einsteigen will, benötigt nicht nur Kapital, sondern auch Vertrauen von Staaten, Abnehmern und Finanzierern. Dass fossile Energien langfristig einen schrumpfenden Markt bilden, schreckt Neueinsteiger zusätzlich ab. Ausgewählte Energiekonzerne sind u.E. deshalb als Depotbeimischung interessant, um gegenüber den Risiken im KI-Anlageuniversum resilient zu werden, und bieten zugleich eine Absicherung gegen geopolitische Risiken. Relevante Erfolgskriterien auf Einzeltitelebene sind niedrige Förderkosten, eine belastbare Bilanz, disziplinierte Investitionen und eine nachvollziehbare Strategie für den Übergang zu einem CO₂-ärmeren Energiesystem. Integrierte Energieunternehmen und Betreiber kritischer Infrastruktur weisen dabei ein anderes Risikoprofil auf als rein fossile Produzenten.

Technisch kaum ersetzbar: Der Industrieburggraben

Industriewerte gewinnen wieder an Aufmerksamkeit. In den USA mehrten sich die Signale einer Erholung bei Investitionsgütern. In Europa kommt ein politischer Impuls hinzu: Deutschland hat 2025 mit dem Sondervermögen von bis zu 500 Mrd. EUR für Infrastruktur und Klimaneut-

Bedarf an fossilen Brennstoffen wird sinken

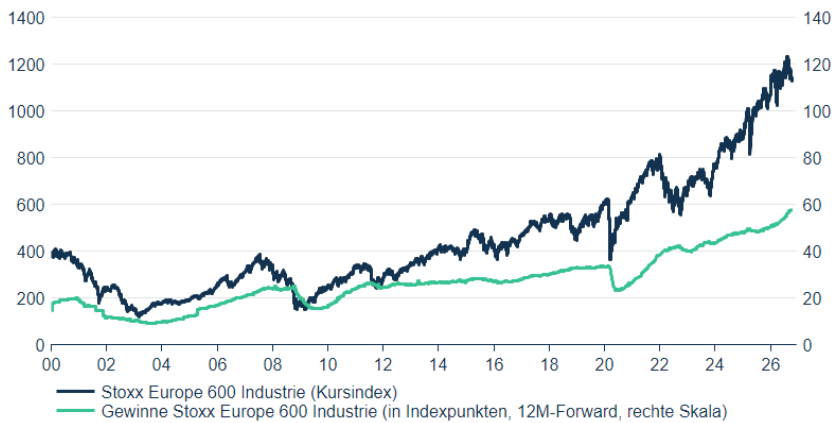
Traditionsgeschäft finanziert grünen Umbau

ralität sowie erweiterten Finanzierungsmöglichkeiten für Verteidigung einen mehrjährigen Investitionsrahmen geschaffen. Auch die Nato-Staaten wollen ihre Verteidigungs- und Sicherheitsausgaben bis 2035 deutlich erhöhen. Solche Programme führen nicht sofort zu höheren Umsätzen. Planung, Genehmigungen, Fachkräftemangel und knappe Produktionskapazitäten verzögern die Umsetzung. Für Unternehmen mit langen Projekt- und Produktionszyklen zählt jedoch schon die bessere Sichtbarkeit der Nachfrage. Sie erleichtert Kapazitätsplanung und Investitionen.

Ein weiterer Treiber ist die Elektrifizierung. Der KI-Boom wird meist mit Chips und Software verbunden. Rechenzentren benötigen jedoch genauso physische Infrastruktur: Netzanschlüsse, Transformatoren, Schaltanlagen, Notstromsysteme, Kühlung und Kabel. Bei diesen Komponenten treffen hohe Nachfrage, begrenzte Kapazitäten und lange Lieferzeiten aufeinander. Das stärkt Auftragsbestände und Preissetzungsmacht.

Der Bedarf reicht über Rechenzentren hinaus. Industrieanlagen müssen effizienter werden, Stromnetze ausgebaut und neue Energietechnologien integriert werden. Zugleich verändert künstliche Intelligenz die Industrie selbst – etwa in Konstruktion, Wartung, Planung und Produktionssteuerung. Unternehmen, die Anlagenbau mit Software und Service verbinden, können daher auf zwei Ebenen profitieren: beim Bau neuer Infrastruktur und beim effizienteren Betrieb bestehender Anlagen.

Abb. 6: Stoxx Europe Industrie
Gewinne und Kursentwicklung



Quelle: LSEG, LBBW Research

Den Chancen stehen auch Risiken gegenüber. Hohe Finanzierungskosten, unsichere Absatzmärkte, Handelskonflikte und stärkerer Wettbewerb chinesischer Anbieter bremsen Investitionsentscheidungen. Zölle und lokale Beschaffungsvorgaben können einzelne Märkte schützen, erhöhen für international tätige Konzerne aber Kosten und Komplexität. Besonders unter Druck geraten Anbieter austauschbarer Produkte ohne klare technologische Differenzierung. Entscheidend sind deshalb Kostenkontrolle, Preisdisziplin und eine starke installierte Basis. Wer eine Anlage geliefert hat, erzielt häufig über Jahre Erträge mit Wartung, Ersatzteilen, Modernisierungen und digitalen Zusatzdiensten. Diese wiederkehrenden Einnahmen machen die großen Industriekonzerne robuster, ohne sie von der Konjunktur unabhängig zu machen.

Viele etablierte Industriewerte gehören deshalb zur Kategorie **High Assets, Low Obsolescence**. Ihr Wert liegt nicht allein in Fabriken und Maschinen, sondern in einem über Jahrzehnte aufgebauten Geflecht aus Ingenieurwissen, Patenten, Zertifizierungen, Produktionskapazitäten, Lieferketten, installierten Systemen sowie Vertriebs- und Servicenetzen. Diese Vermögenswerte sind kapitalintensiv, schwer zu kopieren und für

Sondervermögen
und höhere Rüstungsausgaben
als Kurstreiber

Elektrifizierung
steigert Nachfrage

Technischer Fortschritt entwertet Industrietitel nicht

Kunden oft mit hohen Wechselkosten verbunden. Technologischer Fortschritt entwertet diese Substanz nicht zwangsläufig. Transformatoren, Schaltanlagen, Schienenfahrzeuge und automatisierte Produktionslinien bleiben oft über Jahrzehnte im Einsatz. Software und künstliche Intelligenz ersetzen die physische Infrastruktur nicht, sondern steigern in vielen Fällen ihren Nutzen: durch geringeren Energieverbrauch, weniger Ausfälle und eine bessere Auslastung. Gerade das macht selektive Industriewerte auch interessant. Da sie jedoch zyklisch sind, können Auftragseingänge und Margen rasch unter Druck geraten. Auf Einzeltitelebene ist deshalb eine breite Streuung über Endmärkte wichtig.

Banken-Bonus: Ein KI-Prompt schafft kein Vertrauen

Europäische Banken gehen mit einer soliden Ausgangslage in eine wirtschaftlich anspruchsvollere Phase. Ertragskraft und Kapitalausstattung haben sich in den vergangenen Jahren verbessert. Die Institute verfügen im Durchschnitt über komfortable Puffer, um Dividenden und Aktienrückkäufe weiterhin zu finanzieren. Deutsche Banken gelten zudem als Profiteure des Sondervermögens. Infrastruktur-, Energie- und Verteidigungsprojekte erhöhen den Finanzierungsbedarf der Unternehmen und dürften das Kreditvolumen stützen. Zusätzliche Chancen ergeben sich im Wertpapiergeschäft und in der Vermögensverwaltung, da die kapitalgedeckte Altersvorsorge stärker ausgebaut wird.

Gleichzeitig nimmt der Gegenwind zu. Die schwache Konjunktur belastet vor allem exportorientierte Volkswirtschaften wie Deutschland. Steigende Unternehmensinsolvenzen und eine Normalisierung der Kreditrisikovorsorge dürften auf die Gewinne drücken. Zusätzliche Risiken liegen in geopolitischen Schocks, einer anhaltend schwachen Investitionstätigkeit und dem Gewerbeimmobilienmarkt.

Abb. 7: Stoxx Europe Banken
Gewinne und Kursentwicklung



Quelle: LSEG, LBBW Research

Ein wichtiges Thema bleibt auch die Kapitalrückführung. Viele Institute können dank ihrer Eigenkapitalbasis weiterhin hohe Ausschüttungen leisten. Auch eine Konsolidierung bietet Potenzial: Europas Bankenmarkt ist fragmentiert. Fusionen scheitern jedoch häufig weniger an der finanziellen Logik als an politischen, regulatorischen und kulturellen Widerständen. Regulatorisch zeichnet sich keine grundlegende Deregulierung ab. Dennoch wächst das Bewusstsein, dass zusätzliche Kapital- und Berichtspflichten die Wettbewerbsfähigkeit europäischer Banken beeinträchtigen können. Wahrscheinlicher als ein Kurswechsel ist eine pragmatischere Anwendung bestehender Regeln.

Die größere Herausforderung liegt auf der Kostenseite. Personal, IT-Systeme, Cyberabwehr, KI-Investitionen und Compliance treiben die Aufwendungen. Wenn zugleich Kreditausfälle zunehmen, droht die Kosten-Ertrags-Relation unter Druck zu geraten.

Stabile Bilanzen
und staatliche In-
vestitionen helfen

Gegenwind wird
stärker

Strukturell besitzen auch Banken **Geschäftsmodelle mit hohen Vermögenswerten und geringer Obsoleszenz**. Ihre zentralen Aktiva sind nicht nur Gebäude oder IT-Systeme, sondern regulatorisch geschützte und über Jahrzehnte aufgebaute Positionen: eine Banklizenz, eine stabile Einlagenbasis, langjährige Kundenbeziehungen, Zahlungsverkehrsnetze, Datenbestände, Risikomodelle sowie die Fähigkeit zur Kreditprüfung und Bilanzsteuerung. Diese Infrastruktur lässt sich weder rasch noch ohne erheblichen Kapital-, Vertrauens- und Regulierungsaufwand nachbilden. Gerade die Regulierung, die kurzfristig Kosten verursacht, bildet dabei langfristig auch eine Eintrittsbarriere. Neue Wettbewerber können einzelne standardisierte Dienstleistungen digitalisieren oder günstig anbieten. Die vollständige Übernahme der volkswirtschaftlichen Funktionen einer Universalbank – von der sicheren Verwahrung von Einlagen über Kreditvergabe und Zahlungsabwicklung bis zur Absicherung von Risiken – bewegt sich jedoch in einer anderen Dimension und setzt bei vielen Dienstleistungen (z.B. im Wealth Management) langjährig gewachsenen Vertrauen voraus.

Banken sind deshalb weniger dem Risiko ausgesetzt, dass ihr Geschäftsmodell durch eine einzelne Technologie über Nacht entwertet wird. Nichtsdestotrotz sind Banken nicht als rein defensiv einzustufen. Vielmehr reagieren sie deutlich auf Konjunktur, Zinsentwicklung und Kreditausfälle. Auf Einzeltitelebene sind eine solide Eigenkapitalbasis, konservative Risikovorsorge, tragfähige Einlagenfinanzierung und eine nachvollziehbare Ausschüttungspolitik für Anleger wichtige Kaufkriterien. Schwache Bilanzen, hohe Gewerbe-Immobilienrisiken oder ein dauerhaft niedriges Ertragspotenzial sind dagegen Warnsignale.

Telekomnetze kann man nicht schnell nachbauen

Mit Cloud-Diensten, künstlicher Intelligenz und vernetzter Industrie wächst der Bedarf an digitaler Infrastruktur. Entscheidend ist nicht mehr nur die Übertragungsgeschwindigkeit. Gefragt sind Verfügbarkeit, geringe Latenz, Ausfallsicherheit und Schutz vor Cyberangriffen. Für etablierte Telekomunternehmen schafft das Chancen, erhöht aber auch den Investitionsdruck.

Kupfernetze weichen Glasfasern. Diese bieten höhere Kapazitäten und bessere Qualität, sie ermöglichen zusätzliche Dienste für private und gewerbliche Kunden. Die EU-Kommission will den Übergang beschleunigen: Der im Januar 2026 vorgeschlagene Digital Networks Act soll Investitionen erleichtern, den europäischen Markt stärker integrieren und nationale Pläne für die Abschaltung der Kupfernetze voranbringen. Der Ausbau bleibt jedoch aufwändig. Glasfaser ist kein skalierbares Softwareprodukt, sondern physische Infrastruktur. Netze müssen geplant, genehmigt, verlegt und bis in die Gebäude geführt werden. Das Geschäft ist lokal, kapitalintensiv und abhängig von Baukapazitäten.

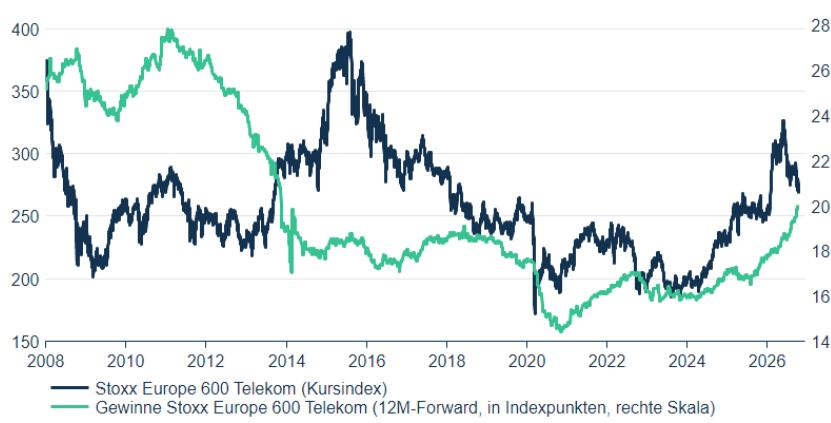
Nach Jahren hoher Ausgaben für Festnetz und Mobilfunk könnte der Investitionshöhepunkt bei vielen großen europäischen Betreibern näher rücken. Steigender Datenverkehr, eine höhere Zahlungsbereitschaft für leistungsfähige Anschlüsse und Dienste wie Sicherheitslösungen, Cloud-Anbindungen oder Managed Services könnten die freien Cashflows stabilisieren. Gelingt die Modernisierung ohne neue Kostenwelle, gewinnen Ausschüttungen an Bedeutung. Die Belastungen bleiben allerdings erheblich. Viele europäische Telekomkonzerne sind hoch verschuldet. Gleichzeitig erzwingen Versorgungsaufgaben, die Modernisierung alter Netze, komplizierte Genehmigungen und Fachkräftemangel weitere Investitionen. Der politisch gewünschte Netzausbau fällt damit in eine Phase, in der die Bilanzen vieler Betreiber wenig Spielraum lassen. Hinzu kommt die sicherheitspolitische Bedeutung der Netze. Cyberangriffe, Naturereignisse, Stromausfälle und gefährdete Unterseekabel gehören zu den zentralen Betriebsrisiken. Auch der Ersatz chinesischer Netzkomponenten bis Ende 2029 dient der Resilienz, erhöht aber zunächst die Kosten.

Vertrauen der Kunden als zentrales Asset

Glasfaser statt Kupfer: Umbau auf der Zielgeraden

Hohe Verschuldung bleibt aber Thema

Abb. 8: Stoxx Europe Telekom
Gewinne und Kursentwicklung



Quelle: LSEG, LBBW Research

Strukturell verfügt die Branche jedoch über hohe Markteintrittsbarrieren. Telekomunternehmen gehören deshalb in hohem Maß zur Kategorie **High Assets, Low Obsolescence**. Glasfasernetze, Mobilfunkmasten, Frequenzspektrum, Rechenzentren, Seekabel, lokale Anschlussnetze und technische Plattformen sind langlebig, kapitalintensiv und nur schwer zu replizieren. Ihr Aufbau erfordert Milliardeninvestitionen, regulatorische Erfahrung, Zugang zu knappen Standorten und limitiertem Funkspektrum sowie langwierige Bewilligungsverfahren. Starlink verändert diese Rechnung etwas: Über sein Satellitennetz lassen sich Kunden via Terminal direkt mit Internet versorgen. Das senkt die Eintrittshürden und setzt etablierte Anbieter vor allem dort unter Druck, wo deren Netze Lücken aufweisen. Satelliten ersetzen die terrestrische Infrastruktur allerdings nicht überall. Um Mobiltelefonie anbieten zu können, hat die Muttergesellschaft SpaceX daher in den USA Frequenzspektrum erworben.

Für neue Wettbewerber gilt: Sie können eine Anwendung rasch entwickeln oder einzelne Dienste auf bestehender Infrastruktur anbieten. Ein landesweites Hochleistungsnetz kann jedoch kein Netzbetreiber allein errichten – erst recht nicht kurzfristig. Der technologische Wandel entwertet diese Anlagen deshalb nicht zwangsläufig; vielfach erhöht er ihren Nutzen. Hinzu kommen kurze Innovationszyklen, wie die derzeitige Entwicklung der 6G-Standards zeigt.

Künstliche Intelligenz, Cloud Computing und die Vernetzung der Industrie schaffen keine Alternative zur Infrastruktur. Sie erhöhen vielmehr den Bedarf an leistungsfähigen, sicheren und möglichst ausfallsicheren Verbindungen. Für Telekomkonzerne entsteht daraus jedoch nicht automatisch höhere Rentabilität. Entscheidend bleibt, ob sie den wachsenden Datenverkehr in höhere Erlöse und stabile freie Cashflows überführen können. Aus Anlegersicht zählen daher eine hohe Glasfaserquote, eine belastbare Kundenbindung, eine disziplinierte Verschuldung und eine überzeugende Kapitalallokation. Die relative Widerstandsfähigkeit der Branche beruht vor allem auf wiederkehrenden, vertraglich abgesicherten Umsätzen. Von der KI-Welle profitieren Telekomunternehmen eher indirekt – als Betreiber der unverzichtbaren Infrastruktur, nicht als Gegenstand kurzfristiger Euphorie.

Hohe Eintrittsbarrieren als Kaufargument

Telekom profitiert von vertraglich abgesicherten, regelmäßigen Umsätzen

Fazit: Warum harte Assets das Depot widerstandsfähiger machen

HALO-Werte sind keine Selbstläufer und keine Versicherung gegen Kursverluste. Sie können jedoch ein nüchterner Portfoliobaustein sein: weniger abhängig von der KI-Euphorie, stärker verankert in der realen Wirtschaft und teilweise Nutznießer des digitalen Umbaus. Entscheidend ist nicht nur, ob ein Unternehmen über substanzielle Vermögenswerte verfügt. Entscheidend ist, ob diese Anlagen dauerhaft Erträge, freie Cashflows und eine angemessene Kapitalrendite erwirtschaften. Die Geschäftsmodelle sind zudem nicht frei von Konjunktur-, Zins-, Regulierungs- und Bewertungsrisiken. Zudem kann nach der starken Entwicklung vieler HALO-Titel ein Teil der erhofften Widerstandsfähigkeit bereits im Kurs eingepreist sein. Als Beimischung in einem breit gestreuten Depot können HALO-Werte zur Stabilität beitragen; eine breite Streuung über Regionen und Sektoren ersetzen sie nicht.

Vier Branchen stehen unseres Erachtens dabei im Mittelpunkt: Energie, Industrie, Telekommunikation und Banken. Sie zählen zu unseren derzeitigen Favoritenbranchen und verfügen gleichzeitig über unterschiedliche, aber oft schwer ersetzbare Wettbewerbsvorteile: reale Infrastruktur, installierte Kundenbasen, regulatorische Eintrittsbarrieren, langfristige Verträge oder stabile Einlagen- und Zahlungsverkehrsbeziehungen.

Sinnvolle Ergänzung zum KI-Anlagespektrum

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und Liechtenstein.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

Mitteilung zum Urheberrecht: © 2014, Moody's Analytics, Inc., Lizenzgeber und Konzerngesellschaften ("Moody's"). Alle Rechte vorbehalten. Ratings und sonstige Informationen von Moody's ("Moody's-Informationen") sind Eigentum von Moody's und/oder dessen Lizenzgebern und urheberrechtlich oder durch sonstige geistige Eigentumsrechte geschützt. Der Vertriebs Händler erhält die Moody's-Informationen von Moody's in Lizenz. Es ist niemandem gestattet, Moody's-Informationen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Moody's ganz oder teilweise, in welcher Form oder Weise oder mit welchen Methoden auch immer, zu kopieren oder anderweitig zu reproduzieren, neu zu verpacken, weiterzuleiten, zu übertragen zu verbreiten, zu vertreiben oder weiterzuverkaufen oder zur späteren Nutzung für einen solchen Zweck zu speichern. Moody's® ist ein eingetragenes Warenzeichen.

Redaktion:

Landesbank Baden-Württemberg
Strategy Research
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart

