

THE QUALITY PULSE

EINE ERKENNTNIS. EINE PERSPEKTIVE. JEDE WOCHE.

AUSGABE 06

16. OKTOBER 2026

6 MIN. LESEZEIT



Wachstum ist nicht zwingend Qualität

Was Wachstum verbraucht, was es verdient und wie es finanziert wird

Wachstum ist ein attraktiver Teil jeder Investmentstory. Mehr Kunden, neue Produkte und steigende Umsätze deuten darauf hin, dass ein Unternehmen erfolgreicher wird. Doch Expansion stellt auch Anforderungen an das Unternehmen: Aufträge müssen erfüllt, Kapazitäten aufgebaut und Produkte entwickelt werden, bevor der

Nutzen eintrifft. Für Aktionäre hängt das Ergebnis davon ab, ob diese Anforderungen bequem aus dem Cash gedeckt werden, welches das Unternehmen erwirtschaftet – und ob die Investition am Ende eine angemessene Rendite erzielt.

EIN GRÖßERES UNTERNEHMEN STELLT NICHT ZWINGEND JEDEN AKTIONÄR BESSER.

WARUM WACHSENDEN UNTERNEHMEN DAS CASH AUSGEHEN KANN

Man denke an einen Hersteller, der mehr Aufträge gewinnt. Er muss unter Umständen Material kaufen, Personal einstellen und zusätzliche Lagerbestände halten, bevor die Kunden bezahlen. Sind die bestehenden Werke ausgelastet, wird eine weitere Produktionslinie nötig. Der Umsatz kann also steigen, während das Cash knapper wird. Kredite oder die Ausgabe neuer Aktien können die Lücke überbrücken, doch die künftigen Gewinne müssen dann die Zinskosten kompensieren oder werden auf mehr Eigentümer verteilt. Ein größeres Unternehmen stellt nicht zwingend jeden Aktionär besser.

Die Erfolgsrechnung erfasst nur einen Teil dieses Prozesses. Ein Unternehmen kann ein steigendes EBITDA ausweisen, während erhebliche Mittel in Anlagen und Produktentwicklung fließen; auch die Zinsen liegen ausserhalb dieser Kennzahl. Der Free Cashflow macht diese Anforderungen sichtbar, indem er zeigt, was nach Betriebskosten und Investitionen übrig bleibt. Über einen vernünftigen Investitionszyklus kann ein Unternehmen, das einen Überschuss erwirtschaftet, seine nächste Entwicklungsstufe finanzieren, ohne stark von Kreditgebern oder neuen Aktionären abhängig zu sein. Diese finanzielle Freiheit ist ein wichtiger Teil von Qualität.



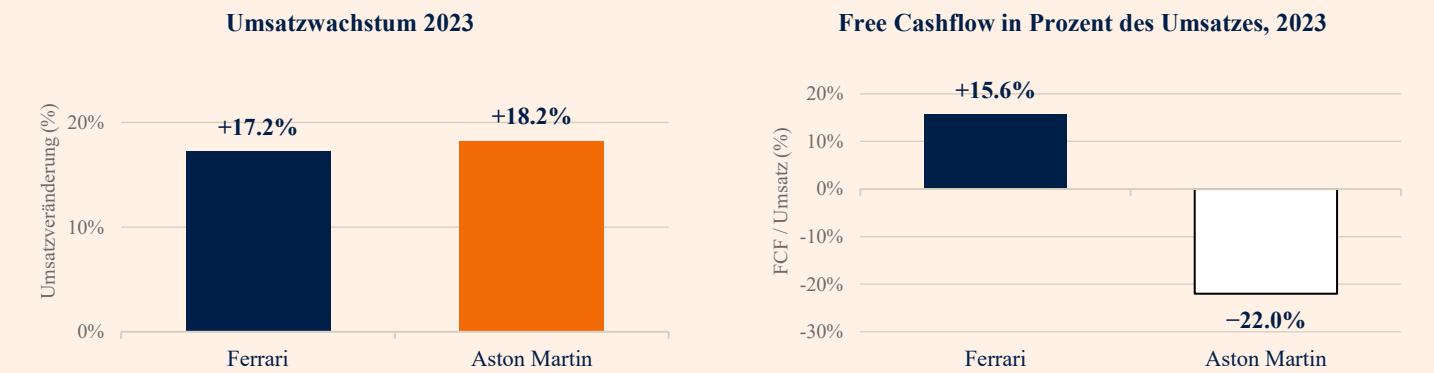
INVESTMENT TAKEAWAY

Der Free Cashflow zeigt, was nach Betriebskosten und Investitionen übrig bleibt. Ein Unternehmen, das einen Überschuss erwirtschaftet, kann seine nächste Entwicklungsstufe finanzieren, ohne stark von Kreditgebern oder neuen Aktionären abhängig zu sein. Diese finanzielle Freiheit ist ein wichtiger Teil von Qualität.

Ähnliches Umsatzwachstum. Völlig andere Finanzierung.

ZWEI LUXUSMARKEN, ZWEI WACHSTUMSÖKONOMIEN

Ferrari und Aston Martin machen den Unterschied greifbar. Beide verkaufen begehrte Sportwagen und müssen laufend investieren, um ihre Anziehungskraft zu erhalten. 2023 steigerten beide den Umsatz um rund 18%. Allein anhand der Umsatzzahlen sah ihre Entwicklung ähnlich aus. Folgt man dem Cash, zeigt sich, wie unterschiedlich dieser Fortschritt finanziert wurde. [1, 2]



Unternehmensergebnisse 2023. FCF / Umsatz aus den publizierten Zahlen berechnet. Ferrari: industrieller FCF ohne Finanzdienstleistungen; Aston Martin: Konzern-FCF nach Nettozinsen. Richtungsvergleiche, keine harmonisierten Rechnungslegungsgrößen.
QUELLEN: FERRARI [1], ASTON MARTIN [2]

Ferraris Umsatzwachstum kam vor allem daher, dass das Unternehmen mit jedem verkauften Fahrzeug mehr verdiente – über Preise, einen reicheren Modellmix und Personalisierung: Die Auslieferungen stiegen nur um 3.3%. Das ist entscheidend, denn der höhere Umsatz erforderte keinen vergleichbaren Ausbau des Produktionsvolumens. Ferrari investierte dennoch €869 Mio. in Sach- und immaterielle Anlagen und erwirtschaftete trotzdem €932 Mio. industriellen Free Cashflow. Das Unternehmen konnte im selben Jahr das Geschäft weiterentwickeln, die Aktionäre belohnen und die industrielle Nettoverschuldung senken. [1]

WENN DIE NÄCHSTE WACHSTUMSSTUFE EXTERNE MITTEL BRAUCHT

Auch Aston Martin investierte in seine Zukunft, unter anderem in neue Modelle und die Elektrifizierung. Das Umsatzwachstum 2023 und ein um 61% höheres bereinigtes EBITDA deuteten auf Fortschritt hin. Doch der operative Cashflow von £146 Mio. reichte nicht, um £397 Mio. Investitionen und £109 Mio. Nettozinszahlungen zu decken. Der Free-Cash-Abfluss von £360 Mio. bedeutete, dass das Unternehmen weiterhin Finanzierung brauchte, um diese Pläne voranzutreiben. [2]

+3.3%

Ferrari-Auslieferungen 2023: Umsatz +17.2%, Volumen fast unverändert

QUELLE: FERRARI [1]

€932 Mio.

Industrieller Free Cashflow von Ferrari 2023, nach €869 Mio. Investitionen

QUELLE: FERRARI [1]

–£360 Mio.

Free-Cash-Abfluss von Aston Martin 2023, trotz +61% bereinigtem EBITDA

QUELLE: ASTON MARTIN [2]

£1.38 Mrd.

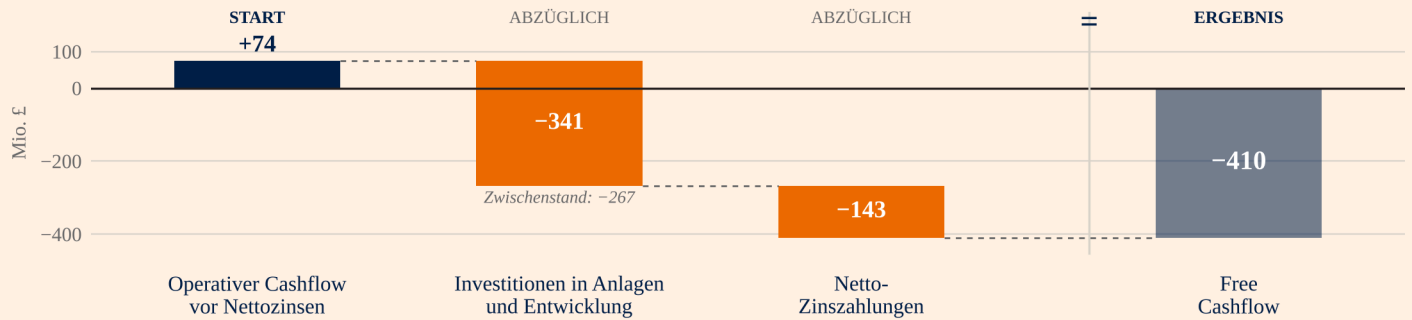
Nettoverschuldung von Aston Martin Ende 2025

QUELLE: ASTON MARTIN [3]

Ausgaben vor einer Produktlancierung können sinnvoll sein, doch die späteren Verkäufe müssen genug Cash erwirtschaften, um den Einsatz zu rechtfertigen. Die Ergebnisse 2025 von Aston Martin zeigen die Verwundbarkeit: Der Umsatz fiel um 21%, das Unternehmen verbuchte einen operativen Verlust, und der Free-Cash-Abfluss erreichte £410 Mio. Die Investitionen banden weiterhin Cash, während die Zinsen einen weiteren erheblichen Anspruch darauf erhoben. [3]

Aston Martin: Cash-Brücke 2025 | Mio. £

+74 - 341 - 143 = -410 Mio. £



Operativer Cashflow inkl. Nettoumlaufvermögen. Investitionen umfassen Anlage- und Entwicklungsausgaben; die Brücke enthält keine Finanzierungszuflüsse und keine Verkäufe von Beteiligungen. Gerundete Zahlen aus den geprüften Ergebnissen 2025.

QUELLE: ASTON MARTIN [3]

Bei einer Nettoverschuldung von £1.38 Mrd. halfen Eigenkapitalzuflüsse und der Verkauf der Beteiligung am Formel-1-Team, die Liquidität zu stützen. Zinsen binden Cash, das für künftige Modelle gebraucht wird, und neues Eigenkapital kann bestehende Eigentümer verwässern. Ferrari dagegen steigerte den Umsatz 2025 um 7% und erwirtschaftete nach rund €950 Mio. Investitionen mehr als €1.5 Mrd. industriellen Free Cashflow. Seine Finanzierungskraft blieb erhalten. [3, 4]

DIE RENDITE ZÄHLT GENAUSO WIE DIE FINANZIERUNG

Der Kontrast wirft eine grundsätzlichere Frage auf: Signalisiert ein Cash-Defizit schwache Ökonomie oder Investitionen vor künftigen Erträgen? Negativer Free Cashflow ist nicht zwingend schlechte Qualität. Ein Werk oder ein Modellprogramm kann jahrelang Cash binden, bevor es attraktive Renditen abwirft; umgekehrt kann der Cashflow stark aussehen, wenn notwendige Ausgaben aufgeschoben werden. Entscheidend ist der gesamte Investitionszyklus: das gebundene Kapital, die schliesslich erzielten Renditen und die Fähigkeit, Rückschläge auf dem Weg dorthin zu verkraften.

Negativer Free Cashflow ist nicht zwingend schlechte Qualität. Der gesamte Investitionszyklus entscheidet.

Die Forschung liefert Perspektive, aber keine einfache Regel. Cooper, Gulen und Schill (2008) stellten fest, dass Unternehmen mit schnellerem Wachstum der Bilanzsumme tendenziell schwächere nachfolgende Aktienrenditen in den USA erzielten. Das ist eine Aussage über die Kursentwicklung, kein Beweis, dass Investitionen an sich Wert vernichten. Die Finanzierungsforschung fügt eine zweite Dimension hinzu: Fazzari, Hubbard und Petersen (1988) untersuchten, wie interne Mittel mit den Investitionen von Unternehmen zusammenhängen, während Kaplan und Zingales (1997) bezweifelten, dass die Cashflow-Sensitivität Finanzierungsrestriktionen verlässlich anzeigt. Die Studien stellen Ferrari nicht über Aston Martin. Sie bekräftigen aber, dass sowohl die von der Expansion versprochenen Renditen als auch die finanzielle Kraft, sie durchzuhalten, geprüft werden müssen. [5–7]

Signalisiert ein Cash-Defizit schwache Ökonomie – oder Investitionen vor künftigen Erträgen?

WAS SOLLTE EIN EIGENTÜMER VOR DER KAPITALBINDUNG FRAGEN?

Für einen Eigentümer ist der Test konkret. Bevor ein neues Modell, ein Werk oder eine Übernahme genehmigt wird: Wie viel Cash muss gebunden werden, bevor die Kunden bezahlen? Welche Rendite soll dieses Kapital über seine Lebensdauer erzielen? Und kann das Unternehmen weiter investieren, wenn die Nachfrage ausbleibt? Ferrari und Aston Martin zeigen, warum ähnliches Umsatzwachstum sehr unterschiedliche Finanzierungsbedürfnisse verbergen kann. Ziel ist nicht, Investitionen zu minimieren, sondern produktives Wachstum zu finanzieren, ohne finanzielle Flexibilität aufzugeben oder den Wert je Aktie zu verwässern. Für den Investor bleibt eine letzte Frage: Wie viel dieses künftigen Werts spiegelt sich bereits im Aktienkurs?

THE PULSE



Wachstum ist nicht dasselbe wie Qualität. Ferrari und Aston Martin steigerten den Umsatz 2023 fast gleich stark – doch das eine Unternehmen finanzierte sein Wachstum aus dem eigenen Cash, das andere brauchte Kreditgeber und neue Aktionäre, um seine Pläne weiterzutragen.

Der Test ist konkret: Wie viel Cash muss gebunden werden, bevor die Kunden bezahlen? Welche Rendite soll dieses Kapital erzielen? Und kann das Unternehmen weiter investieren, wenn die Nachfrage ausbleibt?

Ziel ist nicht, Investitionen zu minimieren, sondern produktives Wachstum zu finanzieren, ohne finanzielle Flexibilität aufzugeben oder den Wert je Aktie zu verwässern – und zu fragen, wie viel dieses künftigen Werts bereits im Kurs steckt.

QUELLEN

1. Ferrari N.V. (2024), Ergebnisse Geschäftsjahr 2023, 1. Februar 2024
2. Aston Martin Lagonda (2024), Ergebnisse Geschäftsjahr 2023, 28. Februar 2024
3. Aston Martin Lagonda (2026), geprüfte Ergebnisse Geschäftsjahr 2025, 25. Februar 2026
4. Ferrari N.V. (2026), vorläufige Ergebnisse Geschäftsjahr 2025, 10. Februar 2026
5. Cooper, Gulen & Schill (2008), «Asset Growth and the Cross-Section of Stock Returns», Journal of Finance, 63(4), 1609–1651
6. Fazzari, Hubbard & Petersen (1988), «Financing Constraints and Corporate Investment», Brookings Papers on Economic Activity, 1988(1), 141–206
7. Kaplan & Zingales (1997), «Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?», Quarterly Journal of Economics, 112(1), 169–215



DISCLAIMER: Dieses Dokument dient ausschliesslich Informations- und Werbezwecken und stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Anlageprodukten oder zur Vornahme sonstiger Transaktionen dar. Herens Quality Asset Management AG übernimmt keine Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit.