

Investorenbrief 10 | 2025

Unternehmerisch denken, unternehmerisch investieren

DAILY USED TECH

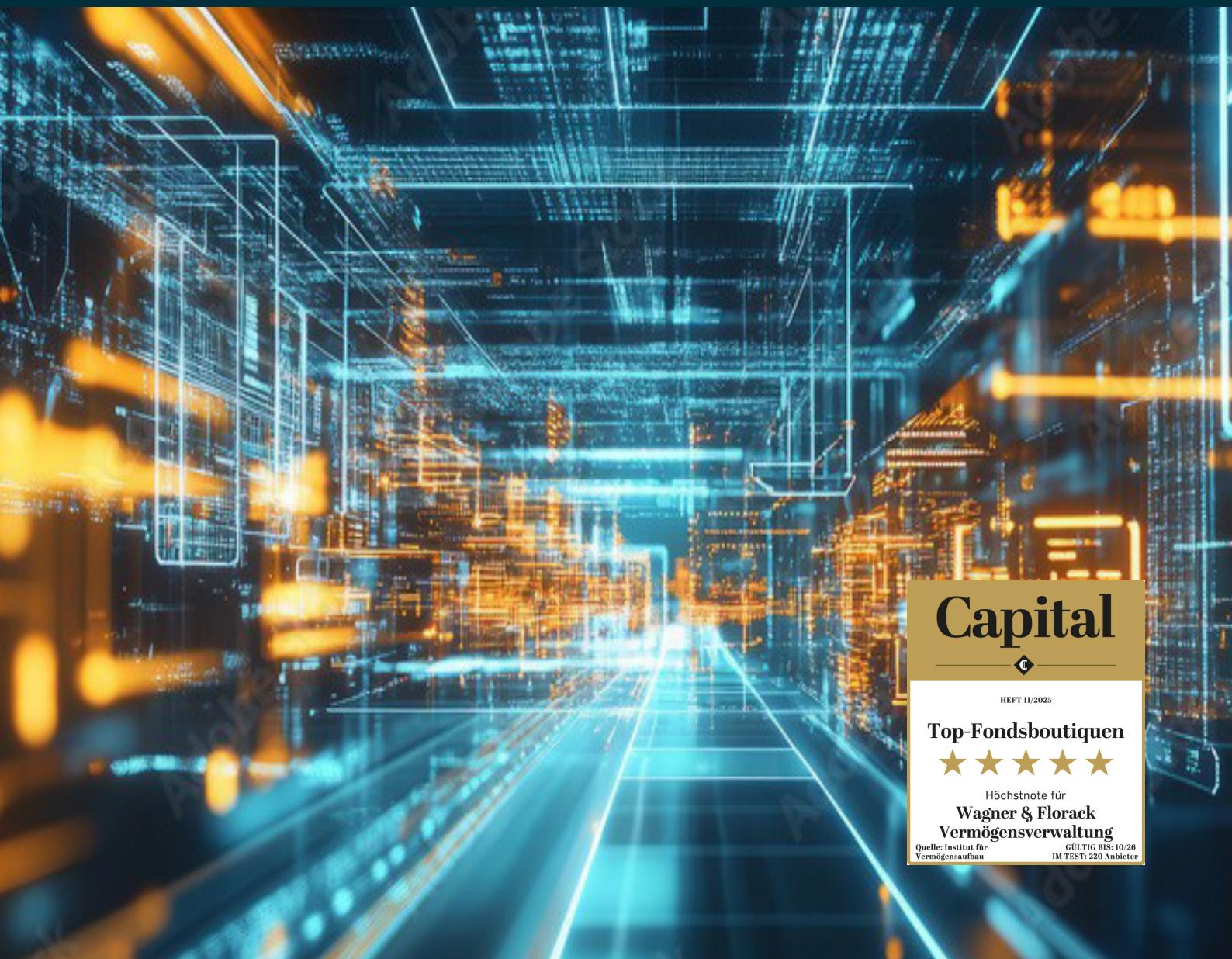
Innovationsführer
Google mit Lizenz
zum Gelddrucken

BEWERTUNG

Schmankerl
für Value-
Investoren

UNTERNEHMEN

Was uns an
L'Oréal so
gut gefällt



Capital

HEFT 11/2025

Top-Fondsboutiquen



Höchstnote für

Wagner & Florack
Vermögensverwaltung

Quelle: Institut für
Vermögensaufbau

GÜLTIG BIS: 10/26

IM TEST: 220 Anbieter

Sehr geehrte Leserinnen und Leser, liebe Investoren,

es ist noch keine sechs Monate her, da wurde Alphabet von Analysten erst abgeschrieben, der Kurs sackte deutlich ab, um anschließend wieder hochgejubelt zu werden. Der Grund war die an- und abschwellende KI-Euphorie, mit der die „Börsenexperten“ auf diese Firma blicken. Dieses Bewertungs- „Auf und Ab“ verrät unseres Erachtens mehr über die Launen des Marktes als über das Unternehmen selbst. Für uns ist und bleibt Alphabet ein Unternehmen ganz nach unserem Geschmack: Innovativ, hoch profitabel und solide wachsend mit robustem (Kern-)Geschäftsmodell. Auch wenn manche „Börsenexperten“ das temporär – und immer mal wieder – anders sehen mögen.

Wie wir die Bewertung von Alphabet angesichts der starken Kursentwicklung der Aktie sehen, und warum die hohen KI-Investitionen kein Widerspruch zum im Kern kapitalleichten Geschäftsmodell von Alphabet sein müssen, lesen Sie auf den folgenden Seiten.

Nicht abgeschrieben, aber zuletzt links liegen gelassen von „der Börse“ wurden die wettbewerbsüberlegenen Konsumgüterhersteller. Auch das wird sich ändern, ohne zu wissen, wann genau das sein wird. Was wir jedoch wissen, ist, dass diese Firmen selbst in schwierigen, von Zollwahn und Konsumzurückhaltung geprägten Zeiten handlungsfähig bleiben und langfristig agieren.

Jüngst lieferte L'Oréal, Weltmarktführer bei Kosmetik und Hautpflege, ein beeindruckendes Beispiel dafür: Die Franzosen kauften dem Luxusgüter-Konzern Kering das „Tafelsilber“ ab, sprich die Parfümeriesparte. Für „den Markt“ kam dieser Schritt „überraschend,“ für uns war er jedoch folgerichtig. Warum, das erklären wir in diesem Investorsbrief.

Zum Schluss noch eine Nachricht in eigener Sache: In diesem Jahr sind wir vom Wirtschaftsmagazin „Capital“ als Top-Fondsboutique erneut mit fünf Sternen ausgezeichnet worden, mit Spitzenwerten bei der Service- und Managementqualität.

Wir wünschen Ihnen eine aufschlussreiche Lektüre.

A handwritten signature in blue ink that reads "Dominikus Wagner".

Dominikus Wagner
Portfoliomanager

A handwritten signature in blue ink that reads "Dr. Dirk Schmitt".

Dr. Dirk Schmitt
Portfoliomanager

Alphabet mit der Lizenz zum Gelddrucken

Alphabet ist mehr als die Nr. 1 der Internetsuche. Während KI-Rivalen Geld verbrennen, wächst Google hochprofitabel und nutzt KI, um das Kerngeschäft noch widerstandsfähiger zu machen. Alphabet zählt für uns auch künftig zu den strategisch wichtigsten Weltklassefirmen.

- **Künstliche Intelligenz** stärkt das Suchgeschäft, statt es zu bedrohen.
- **Innovationsführer** beim autonomen Fahren und Quantencomputing.
- **Wettbewerbsvorteile:** profitables Wachstum und robuste Bilanz.



Künstliche Intelligenz: Konkurrenz belebt das (Such-)Geschäft

Trotz seines kometenhaften Aufstiegs war auch Google auf dem Weg an die Weltspitze immer wieder mit Herausforderungen konfrontiert. In der jüngeren Vergangenheit sorgte beispielsweise das Aufkommen neuer KI-Konkurrenten wie OpenAI für Zweifel an der Robustheit des Geschäftsmodells. Viele „Börse-nexperten“ sahen in ihnen eine Bedrohung für das Kerngeschäft Google Search. Doch der Abgesang durch die Bankanalysten erweist sich einmal mehr als voreiliger Trugschluss.

KI als Treiber für das Suchgeschäft

Aber nicht nur das. Inzwischen zeigt sich immer klarer, dass KI das Suchgeschäft nicht kannibalisiert, sondern antreibt. Denn Google Search wird durch den KI-Modus mit besseren Antworten auf Suchanfragen und tiefergehenden Rückfragen für Nut-

zer noch attraktiver. Dadurch steigt die Verweildauer auf der Search-Plattform. Das macht die Plattform für Werbetreibende attraktiver, weil sie noch gezielter werben können.

Fakt ist: Das befürchtete Google-Untergangsszenario, bei dem Nutzer in Scharen zur Konkurrenz abwandern und infolgedessen die Werbeumsätze sinken, kann ad acta gelegt werden. Auch drei Jahre nach der Markteinführung von ChatGPT behauptet Google seine Dominanz im Suchmaschinengeschäft durch die konsequente Implementierung von KI.

Die Aufspaltung ist abgesagt

Außerdem sorgte in letzter Zeit das regulatorische Risiko einer möglichen Zerschlagung oder Aufspaltung für reichlich Skepsis.

Zusammen mit den Zollturbulenzen war es ausschlaggebend für die schwache Entwicklung des Aktienkurses in der ersten Jahreshälfte 2025.

US-Gericht sieht keinen Mißbrauch der Marktmacht

Doch nach dem salomonischen Urteil im Kartellrechtsstreit der USA gegen Google – im Unterschied zum Kartellrechtsverfahren gegen Microsoft – gewann die Kurserholung von Alphabet deutlich an Fahrt. Das Urteil erkennt die transformativen Auswirkungen durch KI an und stellt nicht statisch auf Marktanteile ab. Es war der Katalysator für den Anstieg der Aktie auf ein neues Allzeithoch.

Das US-Kartellgerichtsurteil hat zur Folge, dass Google sein Geschäft faktisch unverändert fortführen kann:

- Erstens darf Google Chrome und Android behalten.
- Zweitens muss Google lediglich Daten über das Ranking von Suchergebnissen mit Wettbewerbern teilen, aber keinerlei werberelevante Daten.
- Drittens darf Google weiterhin Dritte wie Apple, Samsung etc. dafür bezahlen, dass diese Google Search als voreingestellte Suchmaschine in ihrer Hardware integrieren.

Derartige Vereinbarungen dürfen nur nicht exklusiv sein, aber das waren sie ohnehin nie und konnten es nie sein, da sich jeder Nutzer jederzeit die Suchmaschine seiner Wahl herunterladen kann.

Google Search bleibt bei Apple voreingestellt

Auch für unser Portfoliounternehmen Apple ist das Urteil erfreulich, denn Apple kassiert weiterhin jedes Jahr mehr als 20 Mrd. US-Dollar für die Voreinstellung von Google Search. Das entspricht rund einem Fünftel von Apples Free Cash Flow. Insgesamt ist es also für beide unserer Beteiligungen eine sehr lohnende Kooperation, denn auf 2,4 Mrd. Geräten von Apple ist Google Search voreingestellt und nur wenige Apple-Nutzer wählen eine andere Suchmaschine.

... aber der Aktienkurs

Die starke Performance der Alphabet-Aktie von über 40 % im Jahr 2025 (Stand: 28.10.2025, in US-Dollar) ruft die Skeptiker jedoch erneut auf den Plan. Sie befürchten, dass Alphabet inzwischen hoch oder gar teuer bewertet sei. Unser Standpunkt dazu ist: Alphabet verfügt über die besten Voraussetzungen, um als einer der größten Gewinner des KI-Zeitalters hervorzuze-

hen. Die „Börsenexperten“ überschätzen das disruptive Risiko durch KI und unterschätzen das Wachstumspotenzial von Google durch KI in all seinen Geschäftsbereichen, angefangen von Cloud, über YouTube und die Suche bis hin zu den „Other Bets“, also den Wachstumsgeschäften der Zukunft wie beispielsweise Waymo im Bereich autonomes Fahren. Mittel- bis langfristig halten wir die Aktie für unterbewertet.

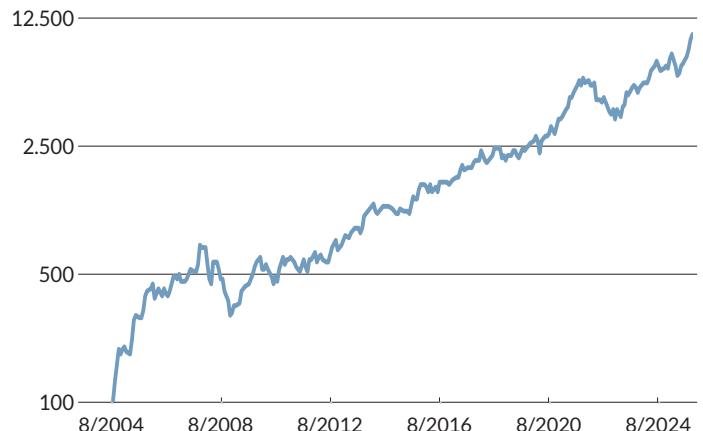
Auch nach dem jüngsten Anstieg auf neue Allzeithöchststände und eine Börsenkapitalisierung von über drei Billionen US-Dollar ist das zukünftige Wertsteigerungspotenzial unseres Erachtens immens. Es gibt viele gute Gründe, weshalb wir Alphabet aktuell hoch gewichten.

Ungebremster Forschungsdrang

Es ist kein Zufall, sondern die Folge von beständig intensiver Forschung & Entwicklung: Google ist das innovativste Unternehmen der Welt. Google hat sich bereits mehrfach neu erfunden und dabei neue Märkte geschaffen. Der Forschungsehrgeiz ist tief in der DNA der Firma verwurzelt und wurde durch die Gründer persönlich kodiert.

Alphabet

Wertentwicklung in US-Dollar, 15.08.2004 bis 23.10.2025



Performance Alphabet A (logarithmiert und normiert), Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für zukünftige Entwicklungen.

Quelle: Morningstar

Stand: 23.10.2025

So beschäftigte sich Larry Page im Alter von zwölf Jahren mit Nikola Tesla und entschied, Erfinder zu werden und die Welt zu verändern. Dieser Forschungsdrang und Erfindergeist sind charakteristisch für die Unternehmenskultur von Google. Ein Modell zur Förderung von Kreativität und Innovation waren z.B. die Google Side Projects. Dabei konnten die Mitarbeiter 20 % ihrer Arbeitszeit für selbst gewählte Projekte verwenden konnten, um Google voranzubringen.

Mitarbeiter-Kreativität und „Other Bets“ zahlen sich aus
Manches Produkt, das heute integraler Bestandteil des Ökosystems ist und mehrere Milliarden US-Dollar einspielt, hatte seinen Ausgangspunkt in solchen Nebenprojekten, darunter Gmail oder Adsense. Auch bei den „Other Bets“ wie Isomorphic Labs oder Waymo, die derzeit noch Verluste schreiben, zeigt sich der Ehrgeiz, die Grenzen des technologisch Möglichen immer weiter zu verschieben.

Google – die Firma mit den meisten Nobelpreisträgern
Google ist tatsächlich die einzige Firma auf diesem Planeten, die – bisher – sage und schreibe fünf Nobelpreisträger hervorgebracht hat. In den letzten beiden Jahren haben fünf Mitarbeiter (davon ein ehemaliger Mitarbeiter) der KI-Abteilung Google DeepMind Nobelpreise für Physik und Chemie erhalten. Dies ist ein weiteres Zeugnis der technologischen Spitzenstellung, auch bei KI. Aber Google hat nicht nur die entscheidenden Grundlagen für KI geschaffen, sodass bezeichnenderweise alle relevanten Wettbewerber von ehemaligen Google-Mitarbeitern gegründet wurden.

Quantencomputing - das nächste große Ding?
Google baut seine technologische Vormachtstellung auch permanent aus. So entwickelte das Unternehmen einen Computeralgorithmus namens Quantum Echoes, der 13.000-mal schneller ist als klassische Supercomputer-Algorithmen und praktische Anwendungen für Quantencomputing ermöglichen soll. Der auf Googles Quantenchip Willow laufende Algorithmus könnte künftig bei der Messung molekularer Strukturen für die Medikamentenentwicklung helfen und einzigartige Daten für KI-Anwendungen generieren. Insbesondere in Bereichen wie den Biowissenschaften, in denen gute Trainingsdatensätze fehlen, wird das die Forschung revolutionieren und beschleunigen. Auch dieses Beispiel zeigt, wie erfolgreich es Google gelingt, bahnbrechende Ideen und Erfindungen in konkrete, praxisrelevante und nützliche Produkte umzumünzen, die das Leben der Menschen in verschiedenen Bereichen enorm verbessern.

An Google führt auch im KI-Zeitalter kein Weg vorbei
Für das beginnende KI-Zeitalter ist Google mit den besten Sprachmodellen, selbstentwickelten TPUs und dem globalen Netzwerk an Datenzentren hervorragend gerüstet.

Von der Such- zur Gelddruckmaschine

Alphabet, das Mutterunternehmen von Google, zählt schon seit Längerem zu unseren Kernbeteiligungen.

Das 1998 von Larry Page und Sergey Brin gegründete Unternehmen dominiert mit einem Marktanteil von rund 90 % seit Jahren – ungeachtet neuer Wettbewerber wie OpenAI – das Geschäft mit der Internetsuche. Darüber hinaus ist Googles Android das weltweit am weitesten verbreitete Betriebssystem für mobile Endgeräte. Mit der 2014 übernommenen Tochter DeepMind steht Google bei Künstlicher Intelligenz an der Spitze des technologischen Fortschritts.

Profitabel und unabhängig

Während die Wettbewerber – auch OpenAI mit seinem hochgelobten ChatGPT – bei KI allesamt Geld verbrennen und dringend auf externe Kapitalgeber bzw. Partner-Deals wie zwischen OpenAI und Microsoft angewiesen sind, war Google bereits zum Zeitpunkt des Börsengangs im Jahr 2004 profitabel.

Seitdem hat sich das Unternehmen zu einer der profitabelsten Gelddruckmaschinen auf dem globalen Kurszettel entwickelt. Es brauchte gerade einmal zwei Jahrzehnte, bis die Skalierungsmaschine Google ihren Werbeumsatz von damals 1,4 Mrd. Dollar auf 265 Mrd. Dollar im Jahr 2024 auf das 200-Fache hochschraubte – ein Wachstum von durchschnittlich 28 % pro Jahr.

Gemini regelmäßig die Nummer 1 in KI-Tests

Auf den ChatGPT-Schock im November 2022 hat Google mit der Flexibilität und Konsequenz reagiert, die ein robustes Weltklasseunternehmen auszeichnen. So kehrte Sergey Brin zu Google zurück, nachdem er sich 2019 ebenso wie Larry Page aus dem operativen Geschäft zurückgezogen hatte. Google bündelte das Knowhow von DeepMind und Google Brain in Google DeepMind und brachte mit Gemini sein bislang leistungsfähigstes KI-Modell auf den Markt, das in den relevanten Benchmark-Aufgaben der KI-Experten regelmäßig als Nr. 1 oder Co-Nr. 1 abschneidet. Das Gleiche gilt für die KI-Entwicklungsplattform Vertex AI, die KI-Agenten für alle möglichen Anwendungen der Unternehmenskunden von Google Cloud bietet.

Plattformgeschäft mit Milliarden Nutzern

Mit seinen Produkt-Plattformen erreicht Google ein Milliardenpublikum. Inzwischen haben neun Google-Plattformen jeweils über eine Milliarde Nutzer, sechs Plattformen sogar jeweils über zwei Milliarden. Search weist über vier Milliarden Nutzer auf. Mit ihrer Innovationsmaschine im Bereich KI bauen diese Plattformen ihren Vorsprung weiter aus. Gemini etwa ist in den KI-Benchmarks regelmäßig vorne vertreten. Google designt mittlerweile immer mehr eigene KI-Chips, wie seine TPU-Höchstleistungschips oder den Quanten-Chip Willow. Bezeichnenderweise geht auch bei den Wettbewerbern kaum etwas ohne die Innovationen und Infrastruktur von Google. Erst vor kurzem erweiterte z.B. das KI-Unternehmen Anthropic seine Partnerschaft mit Google und buchte Rechenkapazität von bis zu einer Million TPUs im Wert von mehreren zehn Mrd. US-Dollar, um die nächsten Generationen seiner KI Claude zu trainieren.

Forschungsplattform Google DeepMind

Google DeepMind löst schon fast schon im Abonnement Aufgabenstellungen aus Mathematik, Chemie, Physik, Biologie, die zuvor als unlösbar galten. So revolutioniert DeepMind beispielsweise die Pharma-Forschung (etwa mit der Vorhersage der Faltung von Millionen Proteinen) oder die Werkstoffforschung (Entwicklung mehrerer zehntausend neuer Werkstoffe). In der Folge sind praktisch alle Pharmafirmen, die medizinische Wirkstoffe entwickeln, und alle Chemiefirmen, die Werkstoffe designen, Kunden von Google Cloud und Google KI.

Suchplattform Google Search

Mit dem KI-Modus wird Google Search für Nutzer noch attraktiver, da Suchanfragen besser beantwortet werden. Es werden tiefergehende Nachfragen gestellt und die Verweildauer auf der Search-Plattform steigt. Das macht Search auch für Werbetreibende attraktiver, die so treffsichere Werbung platzieren können. Das Gleiche gilt für YouTube, Maps und Play. Allein mit YouTube erzielte Google im letzten Geschäftsjahr einen Umsatz von 36 Mrd. US-Dollar und dürfte dieses Jahr die Schwelle von 40 Mrd. überschreiten.

Streamingplattform YouTube

Seit der Übernahme im Jahr 2006 für 1,65 Mrd. US-Dollar in Aktien hat Google das Geschäft von YouTube in neue Dimensionen skaliert und die Art und Weise, wie Medien konsumiert werden, revolutioniert und lineares Fernsehen zunehmend verdrängt. Mittlerweile ist YouTubes Marktanteil in den USA mit 13,4 % im August 2025 größer als der von Netflix, HBO und Disney+ zusammen.

Im Vergleich zu den Konkurrenten besitzt YouTube einen unschätzbaren Wettbewerbsvorteil: Während Netflix Unsummen für die Produktion seiner Inhalte ausgeben muss, erzeugen bei YouTube Kreative und Nutzer die Inhalte selbst und werden aus den Werbeumsätzen bezahlt. YouTube trägt dadurch keine / kaum Kosten für die Content-Generierung. Auch hier gilt: Minimaler Kapitaleinsatz, aber maximale Wertschöpfung.

neuen KI-Suchangeboten also echte Schmerzen; sie verbrennen damit tonnenweise Geld, während das hochprofitable Google Search auch niedrigmargige oder nicht-monetarisierbare Anfragen effizient bedienen kann – ein struktureller Vorteil. Durch diese gewaltigen Kostenvorteile und das durch die KI-Antworten befeuerte Wachstum der Werbeanzeigen ist Googles Margenmotor somit bestens geölt.

Alphabet mit einzigartiger M&A-Power

In der Bilanz von Google türmt sich ein „Himalaya-hoher“ Geldberg, der Google Cloud wichtige Übernahmen, wie z.B. den Kauf von Wiz, ermöglicht, um die Top-Position auf dem wichtigen Gebiet der Cybersecurity weiter auszubauen.

„Moonshot“-Projekte: Dank seiner einzigartigen Free Cash Flow-Stärke kann sich Google den Luxus leisten, neben den massiven Investitionen in die KI-Infrastruktur und in Forschung & Entwicklung Zukunftsprojekte wie z.B. autonomes Fahren zu finanzieren, die aktuell noch keinen Gewinn abwerfen.

Monetarisierungsvorteil im Suchgeschäft

Das Brot- und Buttergeschäft Search profitiert von KI: Die konsequente Integration von Gemini in alle Dienste, sorgt auch im Kerngeschäft Search z.B. durch AI Overviews (= vorangestellte KI-generierte Texte) durchweg für mehr Werbung und damit für mehr Umsatz. CEO Sundar Pichai hob dies in den letzten Investoren-Calls immer wieder hervor, da die Antworten zielgruppenspezifischer sind, was für Werbetreibende besonders wertvoll ist. Mit seiner Dominanz verfügt Google bei Search ohnehin über einen strukturellen Wettbewerbsvorteil, denn nur 5 % der Suchanfragen sind für Werbetreibende interessant, wovon die allermeisten bei Google Search landen. Die restlichen 95 % sind reine Wissensfragen.

Skaleneffekte schaffen Kostenvorteile

Aufgrund seiner enormen Skaleneffekte hat Google Search gewaltige Kostenvorteile. Pro Suchanfrage sind die Kosten von Chat GPT, Perplexity & Co 10- bis 15-mal höher als bei Google KI-Search. Die 95 % der Suchanfragen, die keine oder niedrige Werbeeinnahmen bringen, bereiten den ganzen defizitären

Autonomes Fahren - Waymo vs. Tesla

Während Tesla erst wenige Test-Robotaxis in einzelnen Stadtteilen von Austin mit erheblichen Sicherheitsproblemen im Einsatz hat, die bereits zu Beinaheunfällen geführt haben (zum Beispiel durch plötzliches Halten auf Kreuzungen oder unvermitteltes Fahren auf die Gegenspur), legt Googles Waymo pro Woche mittlerweile mit über 1.500 Fahrzeugen eine Million Meilen in 250.000 bezahlten Fahrten in Los Angeles, San Francisco, Phoenix und in Teilen des Silicon Valley zurück – ohne selbstverschuldete Unfälle. Zudem kooperiert Waymo mit Uber in Austin und Atlanta. Demnächst startet Waymo außerdem in Miami, New York, Washington D.C. und Tokio.

Waymo sammelt unentwegt praktische Erfahrungen und gigantische Datenmengen, um die Software für autonomes Fahren

weiter zu trainieren. Technologisch ist Waymo mit seiner Kombination aus LiDAR (Laser-Radar-Technologie) und Kameras den autonomen Teslas, die nur auf Kameras setzen, weit überlegen. Die hohe Zuverlässigkeit und Sicherheit der Waymo-Robotaxis verdeutlichen dies.

Auch beim autonomen Fahren hat Google technologisch somit die Nase vorn. Während Tesla das autonome Fahren permanent ankündigt, praktiziert Waymo es als Innovationsführer längst in immer mehr Metropolen. Google ist die Mega-Tech-Krake. Und weil Google dank massiver Forschung & Entwicklung extrem gut und immer besser verdient, steht beständig mehr Finanzkraft für den weiteren Ausbau der F&E-Projekte zur Verfügung. Dadurch kann Google noch mehr Märkte erobern und noch mehr verdienen. Cash schafft eben Cash.

Fazit: Alphabet ist und bleibt für uns als unternehmerisch denkende Investoren ein Kerninvestment

Alphabet ist für uns eine der strategisch wichtigsten Beteiligungen – und das aus gutem Grund. Kaum ein anderes Unternehmen vereint Innovationsführerschaft, profitables Wachstum und finanzielle Stärke so überzeugend wie Google. Während viele KI-Wettbewerber noch immer auf externe Kapitalgeber angewiesen sind und Geld verbrennen, monetarisierter Alphabet die Chancen der Künstlichen Intelligenz bereits heute – und stärkt damit sein bewährtes Kerngeschäft.

Plattform-Power trifft KI-Dynamik

Mit Search, YouTube, Android, Chrome und Maps verfügt Alphabet über mehrere Plattformen mit Milliarden Nutzern, die durch KI erheblichen Zusatznutzen und damit zusätzliche Erlösdynamik erhalten. Gleichzeitig wächst das Cloud-Geschäft stark – unterstützt durch die Nachfrage von Unternehmen, die ohne

Google-Technologie kaum konkurrenzfähig wären. Alphabet entwickelt eigene Hochleistungsships, baut sein globales Netzwerk an Datenzentren weiter aus und investiert zielgerichtet in Zukunftsfelder wie autonomes Fahren oder Quantencomputing. Technologie, Skalierung und Finanzkraft greifen dabei ineinander.

Skalierbares Geschäftsmodell mit tiefen Burggräben

Auch regulatorische Risiken haben zuletzt an Schärfe verloren. Nach dem US-Kartellrechtsurteil kann Google sein Geschäftsmodell faktisch unverändert fortführen. Die Partnerschaft mit Apple bleibt wirtschaftlich attraktiv – für beide Seiten. Alphabet steht für ein kapitalleichtes, hochskalierbares Geschäftsmodell mit stabilen Cash Flows und tiefen Burggräben. Das Unternehmen profitiert von echten globalen Megatrends und liefert berechenbare, marginstarke Wertschöpfung.

Alphabets Bilanz – ein Schmankerl für Value-Investoren

Während die Wettbewerber Geld verbrennen und zwingend auf externe Kapitalgeber angewiesen sind, ist Kapital bei Alphabet kein limitierender Faktor für die Realisierung sinnvoller Projekte und Investitionen. Ein Blick in die Bilanz.

- **Waymo und andere Zukunftsgeschäfte:** technologisch führend, im Aktienkurs aber kaum eingepreist.
- **Hohe Cashflows trotz Rekordinvestitionen:** Alphabet finanziert seine Zukunft aus eigener Kraft.

Mit Googles Moonshot-Projekten kommen wir zum zweiten Teil unserer Analyse, dem Blick auf die Bewertung. Denn während Tesla an der Börse eine Bewertung in astronomischen Sphären zugebilligt wird, ist der Unternehmenswert von Waymo, der perspektivisch mit dem hohen Wachstum von Waymo weiter dynamisch zulegen dürfte, trotz des technologischen Vorsprungs im Unternehmenswert von Google überhaupt nicht eingepreist. Im Folgenden wollen wir uns deshalb die Bilanz und Bewertung von Alphabet genauer ansehen.

Die Zahlen zeigen ein weltweit einzigartiges Unternehmen

Im vergangenen Geschäftsjahr steigerte Alphabet den Umsatz organisch um 15 % auf 350 Mrd. US-Dollar. Trotz extrem hoher F&E-Aufwendungen und Investitionen in die KI-Infrastruktur (zusammen rund 30 % vom Umsatz) erhöhte sich der Free Cash Flow auf 73 Mrd. US-Dollar, bereinigt um Net Working Capital-Effekte waren es sogar fast 80 Mrd. US-Dollar. Dies entspricht einer sehr hohen Free Cash Flow-Marge von 20,8 bzw. 22,8 %. Auf dem weltweiten Kurszettel gibt es nur ganz wenige Firmen, die derart massiv in die technologische Transformation und Weiterentwicklung ihres Geschäftsmodells investieren, nebenbei ihren Burggraben mit Milliardenübernahmen weiter verstärken und dennoch tonnenweise Geld verdienen, so dass sich in der Bilanz immer mehr Cash auftürmt.

Für gute Ideen ist genug Geld vorhanden

Während die Wettbewerber Geld verbrennen und zwingend auf externe Kapitalgeber z.B. in Finanzierungsrunden oder in Form von Partnerschaften angewiesen sind, ist Kapital bei Alphabet kein limitierender Faktor für die Realisierung sinnvoller Projekte und Investitionen. Für gute Ideen ist bei Google immer genügend Geld vorhanden. Trotz massiver Aktienrückkäufe – 2025 sollen es 70 Mrd. US-Dollar sein – glänzt Alphabet mit einer Eigenkapitalquote von über 72 % und einer Nettofinanzposition von fast 100 Mrd. US-Dollar.

Auch im ersten Halbjahr 2025 setzte sich das Wachstum mit einem zweistelligen organischen Wachstum von 13 % im zweiten Quartal dynamisch fort. Der Werbeumsatz im Kerngeschäft Search erhöhte sich um 11,8 %. Mit Werbung bei YouTube erzielte Google ein Umsatzwachstum von 12,6 %. Eine immer größere Bedeutung gewinnt dabei die steigende Zahl an YouTube-Abos, die im Geschäftsbereich Google subscriptions, platforms, and devices verbucht werden. Ihre Zahl konnte um 20 % zulegen.

Das Geschäft läuft auf Hochtouren - in allen Bereichen

Hinzu kommt das Google Cloud-Geschäft, das mit 31,5 % in Q2 nicht nur rasant wächst, sondern immer profitabler wird

Alphabet: Unternehmerisch relevante Finanzkennzahlen Q2 2025

Umsatz	96,4 Mrd. USD	Nettofinanzposition (inkl. Net Working Capital)	96 Mrd. USD
Umsatzwachstum	13 %	Eigenkapital	363 Mrd. USD
Operative Marge	32 %	Eigenkapitalquote	72 %
Free Cash Flow (FCF)*	5,3 Mrd. USD	Kapitalverzinsung (RoCe)	28 %
Free Cash Flow-Marge*	5,5 %	Enterprise Value	~ 43x FCF2025e

Quelle: Geschäftsbericht Alphabet, Berechnungen Wagner & Florack,

*Durch einen Sondereffekt ist der FCF nach unten verzerrt: Google zahlte in Q2 Steuern für Q1 und Q2.

und bereits eine operative Marge von 20 % erzielt, nachdem es erst in Q1 2023 die Gewinnschwelle überschritten hat. In allen Bereichen laufen die Geschäfte von Google somit auf Hochtouren, gleichwohl der Free Cash Flow im zweiten Quartal auf 5 Mrd. US-Dollar zurückgegangen war. Die Gründe dafür sind neben der weiteren Forcierung der Capex-Offensive ein Sondereffekt, denn Google hatte im zweiten Quartal Steuerzahlungen sowohl für Q1 als auch für Q2 geleistet.

Gewaltiges Capex-Programm bewältigt

Trotz des gewaltigen Capex-Programms – 2025 werden rund 85 Mrd. US-Dollar investiert, ein Anstieg von 60 % gegenüber 2024 – erwirtschaftet Alphabet für seine Eigentümer Kapitalverzinsungen, von denen andere Firmen nur träumen können. Nach 31 % im Jahr 2024 beträgt die Kapitalverzinsung auf Basis des für 2026 geschätzten Free Cash Flows rund 28 %. Das liegt unter dem geschäftsmodelltypischen Normalniveau der letzten Jahre und ist dem Capex-Zyklus geschuldet, der nach Angaben von Alphabet 2026 nochmals einen Anstieg der Investitionen zur Folge haben wird.

Durch diese Wachstumsinitiativen wird der Free Cash Flow auch in den kommenden Quartalen eingebremst. Aus unternehmerischer Sicht ist das zu verschmerzen, denn damit legt Google das Fundament für einen zukünftig noch höheren Wachstumspfad. Vielmehr wäre es wesentlich „risikanter“, die Chancen der technologischen Revolution durch KI nicht konsequent zu nutzen. Oder wie es Alphabet CEO Pichai sagte: „The risk of underinvesting is dramatically greater than the risk of overinvesting for us here.“

Ist die Bewertung wirklich „ambitioniert“?

Rein optisch mag die Bewertung von Alphabet nach dem jüngsten starken Kursanstieg mit einem Enterprise Value in Höhe des 43-Fachen des für 2026 erwarteten Free Cash Flows ambitioniert wirken. Doch der Eindruck täuscht: Wenn wir als unternehmerisch denkende Investoren die aktuell sehr hohen Investitionen in Infrastruktur und KI berücksichtigen, die den Free Cash Flow nur temporär belasten, relativiert sich die Kennzahl erheblich.

Alphabet finanziert das Wachstum aus eigener Kraft

Zumal Alphabet mit seinem florierenden Brot- und Buttergeschäft Search eine robuste, extrem profitable Ertragsbasis besitzt, um all seine Investitionen aus eigener Kraft zu finanzieren. Unternehmerisch-langfristig betrachtet spiegelt die Bewertung keine Übertreibung wider, sondern die Premium-Qualität des Geschäftsmodells und das erhebliche Wachstumspotenzial, das sich in der Zukunft durch die zunehmende Monetarisierung von KI-Innovationen und früher oder später auch der aktuell defizitären „Other Bets“ noch verstärken dürfte.

Alphabet ist für das KI-Zeitalter einzigartig aufgestellt. Mit seinen Sprachmodellen, die zu den besten gehören, den selbstentwickelten Höchstleistungsschips fürs Maschinenlernen (sog. TPUs) und seinem globalen Netzwerk an Datenzentren hat Alphabet alles, was es braucht, um bei KI die Nase vorne zu haben. Für uns ist daher klar: Alphabet / Google steht auf der Pole Position, um als einer der ganz großen Gewinner des KI-Zeitalters hervorzugehen.

Fazit: Alphabet ist uns lieb und (nicht zu) teuer

Alphabet bleibt für uns eine der überzeugendsten Weltklassefirmen am Kapitalmarkt: technologisch führend, finanziell überragend aufgestellt und mit einer einzigartigen Plattformbasis, die KI nicht bedroht, sondern befeuert. Während andere im KI-Rennen um ihre Profitabilität kämpfen, investiert Google aus dem laufenden Cashflow – in Cloud, Chips, autonomes Fahren,

Quantencomputing und neue Wachstumsfelder. Der Markt blickt derzeit vor allem auf hohe Capex-Zahlen. Wir sehen: Sie legen die Grundlage für die nächste Wertschöpfungsstufe. Die Bewertung wirkt ambitioniert – aber nur oberflächlich betrachtet. Unternehmerisch gedacht ist Alphabet auch nach Rekordkursen klar unterbewertet.

Lese-Tipp:

In der November-Ausgabe des Investorenbriefs berichten wir ausführlich über das Thema Bewertung.

Was uns an L'Oréal so gut gefällt

L'Oréal wächst trotz Kaufzurückhaltung in den USA und China schneller als der globale Kosmetikmarkt – und wird an der Börse trotzdem abgestraft.
Warum wir das Unternehmen anders sehen.

- **Stärkere Absatztrends** im dritten Quartal 2025.
- **Parfümerie-Zukauf** von Kering stärkt Luxus-Segment bei L'Oréal.
- **Wachstumstreiber** sind Investitionen in Zukunftstechnologie & eine marktbreite Aufstellung



Es ist ein kein gänzlich unübliches Schauspiel, das jeweils zum Quartalsende an den Börsen aufgeführt wird: Ein Unternehmen liefert ordentliche Zahlen – und dennoch bleibt der Applaus aus, weil die Erwartungen der Analysten höher lagen. Jüngst widerfuhr dies L'Oréal nach dem dritten Quartal 2025.

Die Franzosen erwirtschafteten 4,2 % organisches Umsatzwachstum auf 10,33 Mrd. Euro. Damit wuchsen sie stärker als der globale Kosmetikmarkt (+3 %) und sie beschleunigten die eigene Wachstumsdynamik gegenüber dem ersten Halbjahr (H1: +3,4 %). Trotzdem reagierten viele „Marktteilnehmer“ zurückhaltend, da die Nachfrage in den USA und China weiterhin verhalten ist und „die Analysten“ in ihrer Excel-geleiteten Quartalsdenke mehr erwartet hatten.

Der Blick fürs Wesentliche: unternehmerische Qualität

Wer nur auf Quartalserwartungen schaut, übersieht schnell das Wesentliche: L'Oréal bestätigt mit seinen Quartalszahlen einmal mehr seine Rolle als Qualitätsführer im globalen Beauty-Markt: Denn trotz Konsumflaute in den USA und China bleibt L'Oréal trotz alledem profitabel auf Wachstumskurs und gewinnt Marktanteile hinzu.

Während also die Analystenschar an kurzfristigen Kennziffern herummäkeln, beweist L'Oréal mit seiner globalen Aufstellung, und einer Markenfamilie, die sowohl Luxus- als auch Volumenmarken umfasst, dass sich unternehmerische Qualität nicht in einem Quartal, sondern über Konjunkturzyklen hinweg zeigt.

L'Oréal

Wertentwicklung in US-Dollar, 23.10.2005 bis 23.10.2025



Performance L'Oréal (logarithmiert und normiert), Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für zukünftige Entwicklungen.

Quelle: Morningstar

Stand: 23.10.2025

Breit aufgestellt finanziell handlungsfähig – andere schwächeln
 Wir sehen bei L'Oréal bei aller Konsumzurückhaltung in den USA und China aber auch, dass die Luxusnachfrage in China mit Premium-Marken wie L'Oréal und Kiehl's erste Anzeichen der Erholung sendet. Und wir sehen vor allen Dingen, dass es dem Unternehmen gelingt, auf anderen Märkten zu wachsen.

Krisenresistenz mit System

L'Oréal zeigt, wie ein robustes Geschäftsmodell im Markt für Beauty-Produkte wirken kann:

- Luxus gleicht schwaches Massengeschäft aus
- Friseur- und Hautpflegesegmente liefern starke Impulse
- Europa und Emerging Markets kompensieren China und US-Geschäft

In Europa und in Südostasien/Arabien konnte L'Oréal in den Geschäftssegmenten mit Profi-Friseurprodukten L'Oréal solide zulegen, während Luxus, Derma und Volumenmarken nur „soft“ zulegten. All das ist kein Zufall, sondern Ergebnis des robusten Geschäftsmodells mit hohem Innovationstempo und einer starken Marktstellung über alle Preissegmente und Vertriebskanäle hinweg. Das macht L'Oréal wettbewerbsüberlegen gegenüber „schmäler“ aufgestellten Konkurrenten.

Was das konkret bedeutet, zeigte L'Oréal jüngst mit dem Kauf der Parfümeriesparte „Creed“ vom hoch verschuldeten Luxusgüterhersteller Kering, sowie die 50-jährige Exklusivlizenz für Parfümerieprodukte unter den Marken „Bottega Veneta“, „Balenciaga“ und „Alexander McQueen“. Mit dem Kauf für 4 Mrd. Euro stellt L'Oréal-CEO Nicolas Hieronimus strategisch wichtige Weichen für den Ausbau des global wachsenden Premiumgeschäfts. Kering hingegen verkauft sein „Tafelsilber“, um mit dem Verkaufserlös den riesigen Schuldenberg von rund 9,5 Mrd. Euro abzubauen.

Fazit: L'Oréal gibt Gas, wenn andere bremsen müssen

L'Oréal wächst trotz Konsumflaute, trotz geopolitischer Spannungen, trotz Kosteninflation – und das hochprofitabel. Das robuste Geschäftsmodell, die starke Bilanzqualität erlauben dem Weltmarktführer trotz aller Herausforderungen strategische Investitionen. Viele Wettbewerber hingegen müssen bei ihren Zukunftsinvestitionen auf die Bremse treten, weil kein Geld in der Kasse ist, oder die Schuldenlast zu sehr drückt.

Und genau diesen unternehmerischen Weitblick schätzen wir an L'Oréal, weil es auch für uns genau das ist: eine strategische Investition – selbst wenn das vorübergehend so nicht in den Excel-Listen der Analysten steht.

Ihre Ansprechpartner



Martin Mansi
Vorstand Vermögensverwaltung
mansi@wagner-florack.de



Holger Rausch
Berater (Köln)
rausch@wagner-florack.de



Wolf-Gerhard Ruge
Berater (Bonn)
ruge@wagner-florack.de



Thomas Singer
Berater (Bonn)
singer@wagner-florack.de



Peter Wiegand
Berater (Köln)
wiegand@wagner-florack.de

Impressum

Wagner & Florack AG
Mildred-Scheel-Str. 1
53175 Bonn

Tel.: +49 (0) 228 945 95 86-0
Fax: +49 (0) 228 945 95 86-9

wagner-florack.de

Wagner & Florack AG
Marienburger Straße 24
50968 Köln

Tel.: +49 (0) 221 800 10 11-0
Fax: +49 (0) 221 800 10 11-39

**Anmeldung für unseren
monatlichen Investorenbrief:**



Disclaimer

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für zukünftige Entwicklungen. Quelle: eigene Berechnungen. Dieses Dokument dient unter anderem als Werbemitteilung. Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Die vollständigen Angaben des/der Fonds sind dem Verkaufsprospekt sowie der Satzung oder dem Verwaltungsreglement oder den Vertragsbedingungen, ergänzt durch den jeweiligen letzten geprüften Jahresbericht und den jeweiligen Halbjahresbericht, falls ein solcher jüngeren Datums als der letzte Jahresbericht vorliegt, zu entnehmen. Diese Unterlagen stellen die allein verbindliche Grundlage eines Kaufs dar. Die genannten Unterlagen sowie die wesentlichen Anlegerinformationen erhalten Sie kostenlos in deutscher Sprache bei der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft/Kapitalverwaltungsgesellschaft oder Verwahrstelle sowie von den jeweiligen Vertretern in den Ländern.

Bildnachweis: Seite 1, 3, 10: Adobe Stock; Seite 12: Wagner & Florack

Stand: 25.10.2025