

Investorenbrief 11 | 2025

Unternehmerisch denken, unternehmerisch investieren

BEWERTUNG

Die
große
KGV-Illusion

DAILY USED TECH

Schwarze Zahlen
statt
bunter Träume

INTERVIEW

„Was
,die Börse‘ gerne
übersieht“

Schwerpunkt
Unternehmens-
bewertung



Sehr geehrte Leserinnen und Leser, liebe Investoren,

Märkte und Medien spekulieren wieder heftig: Steht der Crash bevor oder geht es für Teile der Börse weiter bergauf? Bemerkenswert ist, dass in beiden Szenarien Künstliche Intelligenz als Treiber herhalten muss. Für die einen platzt die KI-Blase, für die anderen startet mit KI eine neue Wachstums-Ära. Wir beteiligen uns an solchen Spekulationen nicht. Derzeit beobachten wir eine gewisse Sorglosigkeit am Markt. Gelockt von steigenden Kursen blenden viele die enormen Geschäftsmodell- und auch Bewertungsrisiken etwa von kapitalintensiven Rüstungs- oder defizitären KI-Firmen aus. Gleichzeitig werden „langweilige“ Branchen vernachlässigt – im Glauben, KI definiere Wirtschaft und Investmentlogik neu.

Doch das bleibt Wunschdenken. KI mag vieles verändern, aber nicht die Grundsätze erfolgreicher Unternehmensführung. Wir erinnern an die Börsenweisheit von Warren Buffett: „Der Wert eines Investments kann langfristig nicht schneller wachsen als seine Erträge.“ Viele, selbst große KI-Unternehmen verbrennen weiterhin Geld. Das toleriert die Börse eine Zeitlang, aber nicht ewig. Am Ende selbst der besten KI-Story zählt der erzielte Gewinn, der sich im Unternehmenswert und damit auch im Aktienkurs widerspiegelt.

Worauf wir bei der Unternehmensbewertung achten, zeigen wir Ihnen anhand eines Vergleiches zwischen Lufthansa und Church & Dwight sowie am Beispiel von Apple, Microsoft und Meta: Unternehmen, die vormachen, wie sich KI in Kombination mit profitablen Kerngeschäftsfeldern erfolgreich monetarisieren lässt.

Niemand weiß, wie sich „der Markt“ in drei Wochen, drei Monaten oder drei Jahren entwickeln wird. Das müssen wir aber auch nicht wissen, um erfolgreich zu investieren. Für uns gilt: Wir investieren nicht *mit* dem Markt oder *gegen* den Markt, sondern *unabhängig* vom Markt. Unsere Investmententscheidungen richten wir danach aus, was langfristig trägt: robuste Geschäftsmodelle, gesunde Bilanzen und profitables Wachstum über Börsenzyklen hinweg.

Wir wünschen Ihnen eine aufschlussreiche Lektüre.



Dominikus Wagner

Dominikus Wagner
Portfoliomanager



Dirk Schmitt

Dr. Dirk Schmitt
Portfoliomanager



Die KGV-Illusion

Viele Investoren betrachten ein niedriges Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) als unmittelbares Indiz für eine „günstige Aktie“. Doch als unternehmerisch denkende Investoren warnen wir: Diese einfache Formel ist irreführend und ist potenziell gefährlich.

- **Das Kurs-Gewinn-Verhältnis ignoriert Faktoren** wie Schulden, Pensionsverpflichtungen und den Kapitalbedarf.
- **Der Free Cash Flow** erfasst den realen freien Barmittelzufluss und ist wahrer Gradmesser für den Firmengewinn.
- **Ein niedriges KGV kann zur „Investment“-Falle werden**, wenn es hohe bilanzielle Lasten kaschiert.



Warum ein niedriges KGV für Investoren teuer werden kann

Das KGV, die wahrscheinlich meistzitierte Kennzahl der Finanzwelt, ist bei der Bewertung des finanziellen Unternehmenserfolgs eine weitestgehend ungeeignete Messgröße. Wir zeigen, warum der Free Cash Flow (FCF) die einzig relevante Größe ist, die Aufschluss darüber gibt, wie viel Geld wirklich als echter Gewinn in der Firmenkasse verbleibt.

Die Tücken der Einfachheit: Was das KGV „verschweigt“

Viele Analysten und Finanzmedien behandeln das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) gerne wie ein Brennglas: So gilt ein Unternehmen, dessen Aktie ein KGV von sieben hat als „günstig“, eines mit einem KGV von 35 als „teuer“. Dieser Fokus auf das KGV erweckt den Anschein, dass eine einzige Zahl eine detaillierte Unternehmensanalyse zusammenfassen (oder sogar ersetzen) könnte.

Doch das KGV teilt den Aktienkurs lediglich durch den Gewinn je Aktie, also das Nettoergebnis eines Unternehmens bzw. Konzerns; es informiert also über den Preis einer Aktie relativ zum bilanziellen Unternehmensgewinn, und lässt dabei zentrale Sachverhalte in Bezug auf den Wert des Unternehmens außer Acht.

Einfach ist nicht immer gut

Der vermeintliche „Charme“ der Einfachheit dieser weit verbreiteten KGV-Denke kann leicht zu unternehmerisch falschen Investitionsentscheidungen und damit bösen Überraschungen führen. Es ist daher allerhöchste Vorsicht geboten, denn das KGV unterschlägt entscheidende bewertungsrelevante Faktoren.

Nettogewinn ungleich Unternehmensgewinn

Das dem KGV im Nenner zugrunde gelegte Nettoergebnis ist nicht der echte Unternehmensgewinn. Der Kaufmann kennt jedoch nur eine Währung: die klingende Münze, also das, was am Ende des Tages tatsächlich in der Kasse ankommt. Doch das Nettoergebnis unterschlägt wesentliche relevante Kostenfaktoren, allen voran die Investitionen (sog. Capex) und die Veränderung des Betriebskapitals (sog. Net Working Capitals), aber auch etwaige Pensionsverpflichtungen, die es auszufinanzieren gilt. Hinzu kommen vom Management gern genutzte Ermessensspielräume der Rechnungslegung, um den ausgewiesenen „Gewinn“ in die vom Management gewünschte Richtung zu trimmen, ohne dass dies Auswirkungen auf die Zahlungsströme des Unternehmens hat. Und nicht zu vergessen Aktienrückkäufe, die nicht selten vor allem deshalb getätigt werden, um dadurch den Gewinn je Aktie optisch aufzuhübschen. Der echte unternehmerische Gewinn ist somit nicht das Nettoergebnis, sondern der freie Barmittelzufluss, also der Free Cash Flow, bei dem alle Kosten vom Umsatz abgezogen werden. Für den unternehmerisch denkenden Investor sind das – in den Worten von Warren Buffett – die echten Owner Earnings. Oder anders formuliert: Profit is Opinion. Cash is Fact. Oder auf gut Deutsch: Gewinn ist Meinung. Cash ist Fakt.

Ermittlung des Free Cash Flow

Nettogewinn

+ Abschreibungen / Wertminderungen
+/- Veränderung des Net Working Capitals
- Investitionen (= Capex)
= Free Cash Flow FCF

Börsenkapitalisierung ungleich Unternehmenswert

Das KGV berücksichtigt im Zähler nur die Börsenkapitalisierung, also den Marktwert des Eigenkapitals, aber keine Nettoschulden (inkl. Pensions- und Leasingverpflichtungen) oder eine etwaige Nettofinanzposition (bzw. Nettokasse), wenn die Liquidität die Schulden übersteigt. Unternehmen mit vielen Schulden kommen folglich bei der Bewertung anhand des KGV zu gut weg, während Firmen mit einer Nettofinanzposition bestraft werden und optisch höher bewertet erscheinen, als sie es – unternehmerisch betrachtet – tatsächlich sind. Als unternehmerisch denkende Investoren bewerten wir ein Unternehmen daher niemals mit dem KGV, sondern – neben anderen unternehmerisch sinnvollen Maßstäben wie z.B. der Kapitalverzinsung oder einer auf konservativen Annahmen beruhenden Discounted Cash Flow-Kalkulation – auf Basis des Enterprise Value/Free Cash Flow-Multiples.

Ermittlung des Unternehmenswerts (Enterprise Value)

Marktkapitalisierung

+ Finanzschulden (inkl. Leasingverpflichtungen)
- Cash
+ Pensionsverpflichtungen
= Unternehmenswert (Enterprise Value)

Kranich ohne Auftrieb vs. Rendite-Evergreen

Ein KGV-Vergleich zwischen Lufthansa und Church & Dwight: Hier eine notorisch kapitalintensive, hoch verschuldete Fluggesellschaft mit schwachen Margen, dort der wettbewerbsüberlegene, nicht-zyklische Konsumgüterhersteller aus den USA.

In der typischen KGV-Denke von Bankanalysten und „Börsexperten“ sind die Bewertungstrümpfe vermeintlich klar verteilt: Mit einem niedrigen, einstelligen KGV sticht Lufthansa unser Portfoliounternehmen Church & Dwight (KGV über 30 bezogen auf den Gewinn des Geschäftsjahres 2024) scheinbar aus. Wer sich auf eine ökonomisch irrelevante Kennzahl wie das KGV stützt, steht jedoch bereits mit einem Bein in einer Investmentfalle, insbesondere wenn im Vorfeld die unseres Erachtens unverzichtbaren Hausaufgaben bei der Analyse der

Geschäftsmodellqualität nicht gewissenhaft erledigt wurden. Die langfristige Wertentwicklung der beiden Unternehmen spricht Bände.

Lufthansa vs. Church & Dwight

Während Church & Dwight als maximal verlässlicher Gewinnlieferant über die letzten 20 Jahre eine herausragende Aktienkursperformance von 14 % pro Jahr vorzuweisen hat, war für Investoren der Lufthansa mit 3 % p.a. langfristig kein Blu-

mentopf zu gewinnen. Dem Kranich fehlt es geschäftsmodellbedingt systematisch an Auftrieb, durch verlässlich steigende Unternehmensgewinne als Voraussetzung für einen steigenden Unternehmenswert.

Schwache Margen, hohe Schulden

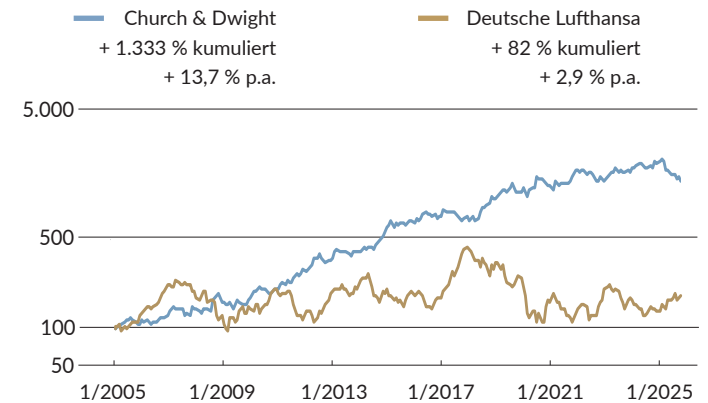
Der Lufthansa-Chart ist symptomatisch für eine kapitalintensive Hochschulden- und Schwachmargenfirma, ein Performance-Desaster mit Ansage. Für unternehmerisch denkende Investoren ist diese Performancekluft wenig überraschend. Die schwache Geschäftsmodellqualität von Lufthansa macht das Unternehmen unseres Erachtens zu einem teuer bewerteten Hochrisikoinvestment. Obwohl die Lufthansa fast fünfmal so viel Kapital einsetzen muss wie Church & Dwight, damit aber nur halb so viel Free Cash Flow erzielt, ist die Lufthansa mit einem Enterprise Value in Höhe des fast 40-Fachen des Free Cash Flows signifikant höher bewertet als Church & Dwight.

Church & Dwight: Überlegenes Qualitätsunternehmen

Auch die Kapitalverzinsung von rund 18 % dokumentiert die haushohe Überlegenheit des Qualitätsunternehmens. Bei der Lufthansa dagegen müssen schon viele günstige Umstände

Church & Dwight vs. Deutsche Lufthansa

Wertentwicklung in Euro, 30.01.2005 bis 14.11.2025



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

Quelle: Morningstar

Stand: 17.11.2025

Geschäftsjahr 2024	Lufthansa	Church & Dwight
Umsatz	37,6 Mrd. Euro	6,1 Mrd. USD
Nettogewinn	1,4 Mrd. Euro	585,3 Mio. USD
Nettomarge	3,7 %	9,6 %
Börsenkapitalisierung (17.11.2025)	9,2 Mrd. Euro	20,2 Mrd. USD
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)	6,6	34,4

Quelle: Geschäftsberichte Lufthansa und Church & Dwight, eigene Berechnungen Wagner & Florack

Stand: 17.11.2025

Geschäftsjahr 2025e	Lufthansa	Church & Dwight
Free Cash Flow (FCF)	0,7 Mrd. Euro	1,1 Mrd. USD
FCF Marge	~ 1,8 %	~ 18 %
Nettoschulden	17,3 Mrd. Euro (~25xFCF)	2,1 Mrd. USD (~2xFCF)
Eigenkapital	11,4 Mrd. Euro (=23%)	4,2 Mrd. USD (=46%)
Kapitalverzinsung (RoCE)	2,4 %	17,6 %
Börsenkapitalisierung	9,2 Mrd. Euro	20,2 Mrd. USD
Unternehmenswert / Enterprise Value	26,5 Mrd. Euro	22,3 Mrd. USD
Enterprise Value / FCF	~38xFCF FY2025e	~20xFCF FY2025e

Quelle: Geschäftsberichte Lufthansa und Church & Dwight, eigene Berechnungen Wagner & Florack

Stand: 17.11.2025

zusammenkommen, um angesichts der geschäftsmodelltypischen Kapitalintensität überhaupt eine positive Kapitalverzinsung zu erzielen, während bereits der geringste Gegenwind dazu führt, dass Geld verbrannt wird.

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), die wahrscheinlich populärste Kennzahl der Finanzwelt, wiegt viele Investoren in trügerischer Sicherheit. Aus unserer unternehmerischen Sicht ist die KGV-Betrachtung völlig ungeeignet für eine fundierte Investmententscheidung, da sie die Bilanzqualität und die Free Cash Flow-Stärke eines Unternehmens ignoriert.

Ein niedriges KGV ist oft kein Zeichen für ein Schnäppchen, sondern bei näherem Hinsehen – sprich genauer Geschäftsmodell- und Bilanzanalyse – ein Warnsignal vor erheblichen bilanziellen Lasten – vor allem in Form von hohem Schuldendienst, Pensionsverpflichtungen oder übermäßigem Kapitalbedarf (CapEx). Diese liquiditätszehrenden Verpflichtungen werden im Nettogewinn nicht berücksichtigt; sie können aber den Free Cash Flow (FCF) auf null oder sogar in den negativen Bereich drücken. Solche Firmen stellen eine klassische Value-Falle dar. Umgekehrt ist es genauso falsch, Unternehmen mit einem eher hohen KGV automatisch als unattraktives Investment abzuqualifizieren.

Fazit: Der Blick auf den Free Cash Flow entscheidet über Wert und Risiko

Im Gegensatz zum KGV ist der Free Cash Flow eine belastbare Kennzahl, die über den wahren Unternehmensgewinn Aufschluss gibt. Er bildet ab, wie viel Cash dem Unternehmen nach allen notwendigen Ausgaben zur freien Verfügung steht. Der FCF gibt somit Auskunft über die finanzielle Handlungsfreiheit des Unternehmens, die Fähigkeit zu Investitionen in die Zukunft (Forschung, Expansion) und die Möglichkeit zur Ausschüttung an die Eigentümer, zur Tilgung von Schulden oder die Übernahme von Unternehmen mit margenstarkem Wachstumsgeschäft.

Als unternehmerisch denkende Langfrist-Investoren fokussieren wir uns daher auf Weltklasse-Unternehmen mit hoher Cash-Generierung und geringem Kapitalbedarf. Diese Firmen mögen bisweilen etwas höhere Bewertungskennzahlen aufweisen, doch bei solchen Ausnahmefirmen ist das gerechtfertigt.

Denn: Es ist weitaus besser, ein wunderbares Unternehmen zu einem fairen Preis zu kaufen, als ein faires Unternehmen zu einem wunderbaren Preis. Das wusste schon Warren Buffett.

Denn die Bewertung ist das Dokument der Geschäftsmodellqualität, einer robusten Bilanzstruktur und verlässlicher Wachstumsaussichten.

Wir kaufen nicht den vermeintlich „günstigen“ Nettogewinn, sondern den tatsächlich verfügbaren Free Cash Flow und zukünftigen Wert. Nicht das KGV, sondern der Blick auf das unternehmerisch Wesentliche schützt vor bilanziellen Überraschungen und ermöglicht erst die Identifikation jener Qualitätsfirmen, die auch in Rezessionen ihre Wettbewerbsfähigkeit und Profitabilität bewahren.

Schwarze Zahlen statt bunter Träume: Free Cash Flow schlägt Kursfantasie

Am Beispiel von Apple, Microsoft und Meta zeigen wir, dass das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) nichts über die echte Gewinnkraft von Unternehmen aussagt. Der Free Cash Flow hingegen zeigt, was am Ende wirklich in der Firmenkasse landet.

- **Free Cash Flow zeigt die wahre Ertragskraft**, nicht der bilanziell verzerrte Nettogewinn.
- **Daily Used Tech überzeugt erneut**: Apple, Microsoft und Meta liefern starke Cashflows trotz KI-Investitionen.



In der Bewertungsausgabe dieses Investorenbriefs stellen wir die Kennzahlen in den Fokus, die für unternehmerisch denkende Investoren neben dem robusten Geschäftsmodell wirklich relevant sind: Free Cash Flow (FCF) und Kapitalverzinsung.

Die jüngsten Quartalszahlen der großen Daily Used Tech-Unternehmen liefern dafür erneut eindrucksvolle Belege. Apple, Microsoft und Meta wachsen nicht nur dynamisch – sie tun es mit kapitalleichten, hochprofitablen Geschäftsmodellen und generieren selbst bei massiven Zukunftsinvestitionen in künstliche Intelligenz stabile Free Cash Flows. Mit den beeindruckenden Zahlen von Alphabet haben wir uns in der Oktober-Ausgabe

des Investorenbriefs eingehend beschäftigt. Unsere Portfoliounternehmen Apple, Microsoft und Meta zeigen, warum das KGV, das den Aktienkurs ins Verhältnis zum bilanziellen Nettogewinn setzt, nur eine eingeschränkte Aussagekraft besitzt, während der Free Cash Flow Ausdruck der wahren Finanz- und Gewinnkraft dieser Firmen ist. Denn nur der FCF berücksichtigt – anders als der Nettogewinn – Abschreibungen, Investitionen und Veränderungen im Working Capital und zeigt, wie viel Geld tatsächlich in der Unternehmenskasse ankommt und für Dividenden, Aktienrückkäufe, Schuldentilgung oder Übernahmen zur Verfügung steht.

Apple startet durch

Apple überzeugt erneut – trotz Lieferengpässen und hoher KI-Investitionen. Die Firma zeigt, wie ein kapitalleichtes Geschäftsmodell in volatilen Zeiten extreme Cash Flows erzeugt.

- **Rekordumsatz über 100 Mrd. US-Dollar**
- **Extrem starke Margen**
- **Free Cash Flow von 99 Mrd. US-Dollar**

Apple startet durch – als hätte es Trumps Zollgewitter nie gegeben. Apple beweist erneut, warum es zu den Firmen mit den weltweit robustesten und profitabelsten Geschäftsmodellen zählt. Zwar blieb der iPhone-Umsatz hinter einzelnen Analystenerwartungen zurück – nicht jedoch wegen mangelnder Nachfrage.

Im Gegenteil: Der Käufer-Ansturm auf die neue iPhone-17-Generation ist so stark, dass Engpässe bei den von A19-Pro- und M5-Chips getriebenen KI-Geräten den Absatz bremsen. Tim Cook sprach vom „strongest iPhone lineup ever“. Ärgerlich bleibt nur, dass es regulatorische Vorgaben der EU verhindern, dass Nutzer in der EU nicht in vollem Umfang in den Genuss von Apples Innovationskraft kommen, weil nützliche KI-Funktionen aus Datenschutzgründen von Apple nicht freigeschaltet werden dürfen, zumindest bei der KI-gestützten Simultanübersetzung via iPhone und AirPods kommt aber ab Dezember auch für EU-Nutzer Bewegung in die Sache.

Rekordquartal und strukturelle Stärke

Wie Alphabet durchbricht Apple im Q4 (September-Quartal) die Umsatzschallmauer von 100 Mrd. US-Dollar und erzielt 102,5 Mrd. US-Dollar Umsatz. Das Wachstum liegt nominal bei 8 %, getragen von weiterhin kräftigen Services (plus 15 %) und einem soliden Gerätegeschäft (plus 5 %). Im Geschäftsjahr 2025, das im September endete, stieg der Umsatz auf 416 Mrd. US-Dollar, davon entfallen mittlerweile 109 Mrd. US-Dollar auf den Bereich „Services“. Damit erzielt dieses Segment inzwischen 26 % des Apple-Umsatzes. Auch auf der Kostenseite beweist Apple sein Können als Effizienzmaschine: Trotz zollbedingter Mehrbelastungen von 1,1 Mrd. US-Dollar erreicht die Bruttomarge im vierten Quartal beeindruckende 47,2 %. Die operative Marge lag bei 31,6 % in Q4 und 32 % im Geschäftsjahr 2025.

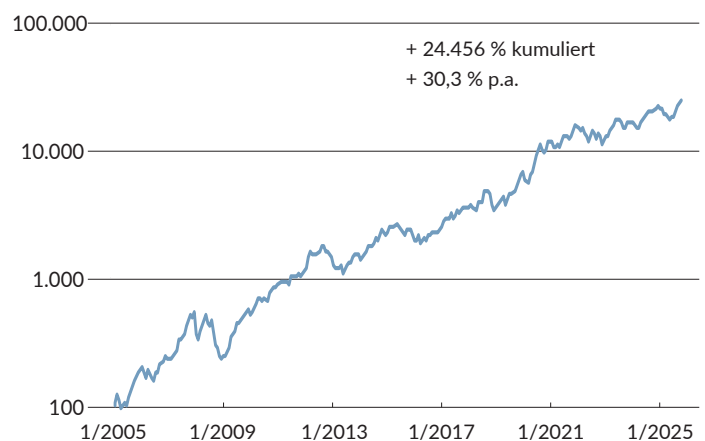
Der FCF beträgt im Geschäftsjahr 2025 stolze 99 Mrd. US-Dollar – eine FCF-Marge von 24 %. Noch beeindruckender fällt die Kapitalverzinsung aus: Mit einem erneut dreistelligen RoCe von 108 % gehört Apple zu den profitabelsten Firmen weltweit. Daraus ergibt sich gemessen am Enterprise Value (EV) eine keineswegs zu teure Bewertung von rund 35x FCF 2026e.

Blick nach vorn: Wachstumsoffensive und KI

Mit Blick auf das anstehende Weihnachtsgeschäft verbreitet Apple – entgegen der sonst üblichen Zurückhaltung – viel Optimismus und erwartet für Q1 2026 (Weihnachtsquartal Oktober bis Dezember) ein Wachstum von 10 bis 12 % inklusive zweistelliger iPhone-Zuwächse. Parallel investiert Apple aggressiv in die Zukunft: bis zu 18,5 Mrd. US-Dollar Opex im Quartal und insgesamt 600 Mrd. US-Dollar über vier Jahre für Investitionen in Chip-Entwicklung, KI und Automatisierung.

Apple

Wertentwicklung in US-Dollar, 30.01.2005 bis 14.11.2025



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

Quelle: Morningstar

Stand: 17.11.2025

Apple: Kennzahlen FY/Q4 2025

Umsatz Q4	102,5 Mrd. USD
Umsatz FY	416 Mrd. USD
Service-Umsatz FY	109 Mrd. USD
Wachstum Q4	plus 8 %
Bruttomarge Q4	47,2 %
Operative Marge FY	32 %
Free Cash Flow FY	99 Mrd. USD
FCF-Marge	24 %
Kapitalverzinsung	108 %
Enterprise Value/FCF 2026e	~ 35x

Quelle: Geschäftsbericht Apple, Berechnungen Wagner & Florack,

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für zukünftige

Entwicklungen.

Stand: 17.11.2025

Microsoft „leidet“ am Kapazitätslimit

Microsoft wächst mit beeindruckender Dynamik – und stößt dabei buchstäblich an physische Kapazitätsgrenzen. Trotz Rekordinvestitionen bleibt die Free Cash Flow-Maschine intakt.

- **Organisches Wachstum 17 %**, Azure plus 39 %
- **Rekord-Capex von 35 Mrd. US-Dollar** – dennoch FCF-Marge von 33 %
- **250 Mrd. US-Dollar-Deal mit OpenAI** stärkt strukturelles Wachstum

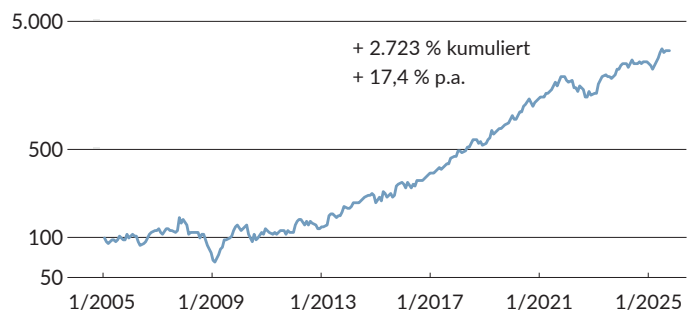
Microsoft muss „leiden“ – unter einem Luxusproblem, von dem die meisten anderen Unternehmen nur träumen können. Die Nachfrage nach KI-Diensten explodiert so sehr, dass selbst massive Ausbauprogramme kaum ausreichen. 35 Mrd. US-Dollar Capex in Q1, davon die Hälfte in kurzlebige GPU- und CPU-Chips, verdeutlichen die Dimension. Gegenüber dem Vorquartal investierte Microsoft 10 Mrd. US-Dollar mehr in den Aufbau neuer Rechenzentren. Auch im laufenden Quartal und im Gesamtjahr 2026 soll der Capex weiter signifikant steigen und die Cloud-Kapazitäten – angesichts der dort bis weit in das Jahr 2026 bestehenden Engpässe – in den kommenden zwei Jahren verdoppelt werden.

Starkes Wachstum trotz Investitionsoffensive

Trotz dieser Belastungen wächst Microsoft hochdynamisch mit 17 % organischem Wachstum (oW) auf 78 Mrd. US-Dollar Umsatz. Dabei bleibt die Cloud-Sparte Azure der Wachstumsmotor von Microsoft und legt um sensationelle 39 % organisch zu. Die Buchungen von Unternehmenskunden steigen um plus 112 %, der Auftragsbestand legte um plus 51 % auf 392 Mrd. US-Dollar zu. Trotz gewaltiger Capex-Ausgaben erzielt Microsoft 26 Mrd. US-Dollar Free Cash Flow (FCF). Das entspricht einer FCF-Marge von beeindruckenden 33 %. Das zeigt die außerordentliche Produktivität und Kapitalqualität des Geschäftsmodells. Besonders bemerkenswert: OpenAI hat sich verpflichtet, Azure-Dienste im Wert von 250 Mrd. US-Dollar zu buchen – ein struktureller Wachstumsturbo.

Microsoft

Wertentwicklung in US-Dollar, 30.01.2005 bis 14.11.2025



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

Quelle: Morningstar

Stand: 17.11.2025

Microsoft: Kennzahlen FY/Q4 2025

Umsatz Q4	78 Mrd. USD
Organisches Wachstum	plus 17 %
Azure-Wachstum	plus 39 %
Buchungen Kunden	plus 112 %
Auftragsbestand	392 Mrd. USD (plus 51 %)
Capex	35 Mrd. USD
Free Cash Flow	26 Mrd. USD
FCF-Marge	33 %
Azure/OpenAI-Deal	250 Mrd. USD Volumen

Quelle: Geschäftsbericht Microsoft, Berechnungen Wagner & Florack, Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für zukünftige Entwicklungen.

Stand: 17.11.2025

Meta muss sich nicht verstecken

Auch die in unserem Portfolio gering gewichtete Meta investiert aggressiv in KI und Infrastruktur – und bleibt dennoch hochprofitabel.

- **Umsatzwachstum 25 %**, große Investitionsoffensive
- **Capex plus 125 %, F&E- Ausgaben plus 35 %**
- **Nutzung wächst über alle Apps: 3,5 Milliarden Menschen täglich aktiv**

Meta muss sich nicht verstecken. Mit 3,5 Milliarden täglichen Nutzern ist das Unternehmen eine der größten Werbeplattformen der Welt. Allein Instagram zählt inzwischen drei Milliarden monatlich aktive Nutzer, 150 Millionen Menschen nutzen täglich Threads. Die Verweildauer steigt weiter, etwa bei Facebook um 5 %. Die Verweildauer ist ein wichtiger Indikator für die Monetarisierungsqualität einer Plattform und ihre Attraktivität für Werbetreibende.

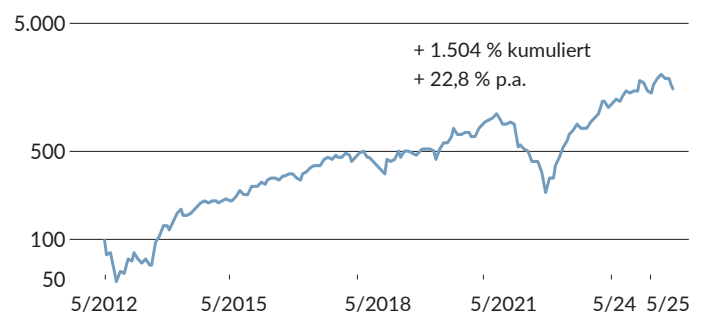
Zuckerberg lässt keinen Zweifel daran, dass Meta aggressiv investieren wird. Wie Microsoft und Alphabet will Zuckerberg eigene Rechenzentren aufbauen, ist aber massiv auf Kapazitäten bei externen Cloudanbietern angewiesen – u. a. bei Google.

Hohe Ausgaben – dennoch beeindruckende Profitabilität

Die Ausgaben steigen kräftig: F&E plus 35 % auf 15 Mrd. US-Dollar, Capex plus 125 % auf 18,8 Mrd. US-Dollar. Meta gibt damit in Q3 fast 70 Cent jedes Umsatzdollars für Zukunftsinvestitionen aus. Dennoch wächst der Umsatz organisch um 25 % auf 51 Mrd. US-Dollar. Trotz der Investitionsoffensive erzielt Meta 10,6 Mrd. US-Dollar Free Cash Flow mit einer FCF-Marge von 21 %. 4,5 Mrd. US-Dollar fließen an die Aktionäre zurück. Das zeigt: Meta wächst nicht trotz der Investitionen – sondern wegen dieser Investitionen.

Meta

Wertentwicklung in US-Dollar, 18.05.2012 bis 14.11.2025



Performance (logarithmiert und normiert), Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für zukünftige Entwicklungen. Quelle: Morningstar
Stand: 17.11.2025

Meta: Kennzahlen Q3 2025

Umsatz Q3	51 Mrd. USD
Organisches Wachstum	plus 25 %
Tägliche Nutzer	3,5 Mrd. Menschen
Capex	18,8 Mrd. USD
F&E	15 Mrd. USD
Operative Margin	40 %
Free Cash Flow	10,6 Mrd. USD
FCF-Marge	21 %

Quelle: Geschäftsbericht Meta, Berechnungen Wagner & Florack,
Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für zukünftige Entwicklungen.
Stand: 17.11.2025

Fazit: Die entscheidenden Treiber sind intakt

Die jüngsten Zahlen von Apple, Microsoft und Meta belegen eindrucksvoll, dass Weltklasseunternehmen sich nicht über Stimmungen oder kurzfristige KGV-Signale definieren, sondern über nachhaltige Wertschöpfung. Trotz historisch hoher Investitionen in KI, Infrastruktur und Mikrochips generieren alle drei Unternehmen enorme operative Cash Flows, hohe Kapitalrenditen und zeigen eine überaus robuste Bilanzqualität.

Für unternehmerisch denkende Investoren sind das die entscheidenden Treiber: Wachstum plus Skalierbarkeit des

Geschäftsmodells plus hoher Free Cash Flow gleich dauerhafte Wertsteigerung. Deshalb bleibt die Free Cash Flow-Betrachtung und nicht das Kurs-Gewinn-Verhältnis unser zentraler Bewertungsmaßstab.

In der nächsten Ausgabe des Investorenbrief widmen wir uns eingehend der Frage, ob die Bewertung unserer Portfoliofirmen aus dem Daily Used Tech-Bereich nicht zu hoch ist.

„Was die Börse gerne übersieht“

Hohe KI-Investitionen, schwacher US-Dollar – das macht viele nervös.
Dominikus Wagner erklärt, warum er in US-Firmen investiert und Qualität gefragt ist.

Der US-Dollar schwächelt, Investoren sind verunsichert. Gerade aus europäischer Sicht trifft die Dollarschwäche Investments in US-Unternehmen hart. Fordert das zum Handeln heraus?

Dominikus Wagner: Wir sind an US-Firmen beteiligt, weil sie großartig sind, nicht, weil sie aus den USA kommen. Aber ja, der schwächer gewordene US-Dollar hat die Performance spürbar gebremst. Aber, und das zeigt sich in der Regel erst mit Verzögerung, wirkt der schwache Dollar in den US-Bilanzen wie Rückenwind. Für global aufgestellte US-Firmen werden Auslandsumsätze in US-Dollar umgerechnet wertvoller: Das stärkt den Bilanzgewinn, der Unternehmenswert steigt und damit nachgelagert der Aktienkurs. Das zeigen nun bereits viele Quartalsberichte. Und vice versa werden etliche europäische Firmen vor Herausforderungen gestellt.

Sie meinen Herausforderungen für europäische Firmen durch den schwachen US-Dollar?

Wagner: Ja, genau. Sollte der Dollar schwach bleiben oder noch schwächer werden, werden die Euro-Firmen einen ähnlichen Druck aushalten müssen, wie das die Schweizer Firmen seit Jahren haben. Bei Schweizer Firmen landen durch den festen Schweizer Franken seit Jahren Teile der im Ausland erzielten Umsätze bei der Umrechnung in Schweizer Franken im Nirwana. Der Unternehmensgewinn wird also negativ belastet. Und trotzdem entwickelten sich gute Schweizer Firmen auch gut: Das liegt an der Robustheit und der Profitabilität der Geschäftsmodelle.

Plus: Der Fremdwährungs-Gegenwind zwingt die Firmen zu kontinuierlicher Weiterentwicklung des Geschäftsmodells, um dieser notorischen Margenbremse entgegenzuwirken - mit Innovationskraft und Effizienzverbesserungen. Kapitalleichte Geschäftsmodelle sind im Vorteil, weil sie am veränderungsfähigsten sind. Viele europäische Firmen sind also derzeit gefordert und selbst die Analystenschar schaut skeptisch darauf. Gute europäische Firmen, die auch den Willen zu mehr Effizienz haben, werden dem begegnen können. Andere nicht.

Apropos Skepsis: Die Skepsis gegenüber vielen Konsumgüterherstellern hält sich aber an der Börse hartnäckig.

Wagner: Ich würde nicht unbedingt von Skepsis sprechen, sondern davon, dass nicht-zyklische Konsumaktien mit Defensivqualitäten vom „Markt“ links liegen gelassen wurden. Und ja, das ist hartnäckig, aber vor allen Dingen: ungerechtfertigt! Denn die Firmen, zumindest die wettbewerbsüberlegenen, entwickeln sich gut. Und es scheint, dass das „Pendel der Gunst“ so langsam auch Richtung Consumer Staples zurückschwingt. Nicht nur wegen vieler Krisen und zunehmender Risiken, sondern auch wegen ihrer inzwischen günstigen Bewertungen. Ob die Renaissance der Langweiler



Dominikus Wagner ist Gründer und Vorstand der Wagner & Florack Vermögensverwaltung AG.

bereits eingesetzt hat oder noch kommt, bleibt abzuwarten. Klar ist jedoch: Der Markt wird die Gesetze von Ökonomie und Mathematik nicht dauerhaft ausblenden können. Das gilt sowohl für die zu hohen Bewertungen vieler unprofitabler, hoch verschuldeter Firmen, nicht nur aus dem KI-Bereich, sondern eben auch für die attraktive Bewertung der Consumer Staples mit verlässlichem, profitabilem Wachstum.

Das wird die Börse auf Dauer goutieren bzw. goutieren müssen. In jedem Fall halten wir als unternehmerisch denkende Investoren an unseren Consumer Staples fest. Nicht dogmatisch, sondern aus Überzeugung: Seit Jahren sind es diese „Langweiler“, die uns bei langfristig geringen Portfoliorisiken sehr ordentliche Renditen geliefert haben und vor allem: liefern werden.

Ein anderes „Megathema“ ist KI – wo liegen aus Ihrer Sicht die Potenziale und Risiken?

Wagner: Auch hier schauen wir auf einzelne Unternehmen, nicht einfach nur auf einen allgemeinen Trend. Vor allem Google, aber auch Microsoft, zeigen ihre Vorreiterrolle bei KI und Quantencomputing. Richtig ist: Unsere Daily Used Tech-Firmen investieren massiv in KI. Der Unterschied zu den meisten KI-Firmen liegt darin, dass unsere Portfoliofirmen aufgrund ihrer höchstprofitablen Kerngeschäftsfelder das Geld dafür haben und trotz hoher Investitionen hoch profitabel sind.

Ein weiterer Unterschied ist, dass sie ihre KI-Investitionen bereits monetarisieren, während viele andere Firmen defizitär arbeiten und ihre Schulden steigen. Firmen, die meist auch noch astronomisch hoch bewertet sind. Angesichts dieser Sorglosigkeit des Marktes fühlen wir uns mit unseren robusten Technologiefirmen und unseren anderen Gewinnmaschinen sehr wohl. In dem Kontext gewinnt die Diskussion um die Consumer Staples eine weitere, wichtige Dimension. Robuste Geschäftsmodelle und stabile Bilanzen sind kein Selbstzweck, sondern Grundlage, um Krisen nicht nur zu überstehen, sondern selbst dann weiter profitabel zu wachsen.

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 Werbemittel. 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 jüngerem 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, 7: Adobe Stock; Seite 12: Wagner & Florack

Stand: 21.11.2025