

Investorenbrief 02 | 2026

Unternehmerisch denken, unternehmerisch investieren

ANALYSE

Momentum fährt
nur mit dem Blick in
den Rückspiegel

UNTERNEHMEN

Capex-Schock sitzt
tief – bei Alphabets
Konkurrenz

INTERVIEW

KI-Investitionen:
Bedrohung für's
Geschäftsmodell?



Schwerpunkt
Künstliche
Intelligenz

Sehr geehrte Leserinnen und Leser, liebe Investoren,

Was ist ein kapitalleichtes Geschäftsmodell? Sicher nicht eines, das schlicht wenig investiert. Für uns bemisst sich Kapitalintensität nicht an der absoluten Höhe der Investitionen, sondern an deren Verhältnis zu Ertragskraft, Skalierbarkeit und langfristigem unternehmerischem Wert. Entscheidend ist nicht, wie viel Kapital eingesetzt wird, sondern wie effizient es eingesetzt wird – und welche strukturellen Erträge daraus entstehen.

Vor diesem Hintergrund wirken die derzeit gigantischen Investitionen von Alphabet (und anderen) auf den ersten Blick wie ein Widerspruch. Tatsächlich sind sie es nicht. Die steigenden Investitionsausgaben (Capex) dienen nicht dem Erhalt eines reifen, margin-schwachen Geschäfts, sondern dem gezielten Ausbau einer hochskalierbaren Infrastruktur. Sie setzen auf bestehenden Plattformen auf, verbessern Produkte wie Search und Cloud strukturell, erhöhen die Effizienz und erschließen zusätzliche Nachfrage. Es geht um das weitere Stärken von Netzwerkeffekten.

Genau hier liegt der Unterschied zwischen unternehmerischem Investieren und dem, was an der Börse häufig als Momentum gefeiert wird. Momentum orientiert sich am Kursverlauf. Es folgt dem, was bereits gestiegen ist, und spekuliert gedankenfaul, weil algorithmisch gesteuert, auf dessen Fortsetzung. Unternehmerisches Investieren dagegen fragt: Wird hier neuer Wert geschaffen? Steigen die künftigen Cash Flows? Verbessert sich die Wettbewerbsposition? Trägt das Geschäftsmodell und halten die Burggräben? Kapital, das lediglich Trends hinterherläuft oder in fragilen Geschäftsmodellen gebunden ist, mag kurzfristig für Kursfantasie sorgen, erhöht aber nicht die ökonomische Substanz und ist somit kein Garant für langfristigen Investitionserfolg.

Deshalb investieren wir langfristig u. a. in Alphabet, aber auch bevorzugt in Unternehmen, die oft als „langweilig“ gelten: robuste Gewinnmaschinen mit Preissetzungsmacht, struktureller Profitabilität und verlässlicher Cash Flow-Generierung. Langfristiger Anlageerfolg entsteht nicht durch das Mitmachen von Moden, sondern durch die geduldige Beteiligung an Geschäftsmodellen, die auch dann noch profitabel sind, wenn die jüngste Mode längst schon wieder out ist.

Wir wünschen Ihnen eine aufschlussreiche Lektüre.



Dominikus Wagner

Dominikus Wagner
Portfoliomanager



Dirk Schmitt

Dr. Dirk Schmitt
Portfoliomanager



Momentum lebt vom Blick in den Rückspiegel



Wenn vor allem gekauft wird, was an der Börse gut gelaufen ist, werden unternehmerische Substanz, Bewertung und Risiken leicht übersehen. Momentum kann kurzfristig durchaus starke Ergebnisse liefern, ist aber langfristig als Investmentansatz ungeeignet.

- **Momentum belohnt Kursbewegungen**, nicht unternehmerische Wertschöpfung.
- **Indexmechanik verstärkt Risiken** statt sie zu verteilen.
- **Langfristiger Investorserfolg entsteht durch Disziplin**, nicht durch den Versuch, den Markt zu timen.

Momentum ist ein starker, aber trügerischer Börsenmechanismus. Das war und ist derzeit am Aktienmarkt wieder gut zu beobachten: Aktien, deren Kurs zuletzt bereits stark gestiegen war, steigen häufig, auch über längere Zeiträume, weiter. Aber nicht, weil sich der Wert des Unternehmens gemessen an Gewinn und Geschäftsmodell verbessert hätte, sondern weil das „Anlagekapital“ reflexhaft dem Trend steigender Kurse folgt. Das strukturelle Problem dieser „Strategie“ liegt auf der Hand: Sie navigiert einzig durch den Blick in den Rückspiegel. Was steigt, wird gekauft. Was stark steigt, wird stark gekauft. Was fällt oder seitwärts läuft, wird links liegengelassen, selbst wenn Qualität und Wert steigen.

Als unternehmerisch denkende Investoren setzen wir diesem Rückspiegel-Fokus ganz bewusst den Blick durch die Windschutzscheibe bzw. auf die Unternehmen selbst entgegen. Während Momentum-Anleger schauen, welche Aktie zuletzt gut gelaufen ist, analysieren wir die tatsächliche Antriebskraft: Welches Unternehmen verdient dauerhaft Geld und generiert auch übermorgen noch verlässliche Cash Flows? In bestimmten Marktphasen kann der Momentum-Mechanismus erstaunlich lange funktionieren. Er ist jedoch kein langfristiger Investmentansatz, sondern bleibt ein temporäres Marktphänomen, das Investoren lange in trügerischer Sicherheit wiegt, weil sein Ende meist plötzlich und unerwartet kommt.

2025 war das Momentum-Jahr an der Börse

Das Börsenjahr 2025 lieferte ein Lehrbuchbeispiel für eine Momentum-Phase. Die Kursperformance der großen Indizes wie des MSCI World Index oder des S&P-500-Index wurde von wenigen Themen und Einzeltiteln getragen: KI-Narrative, Rüstungsboom und US-Dollar-Schwäche auf der einen Seite, die „Magnificent Seven“ auf der anderen Seite.

Konkret bedeutet das:

- Im MSCI World belegen die „Magnificent Seven“, begleitet von Broadcom, die vordersten Plätze der Index-Top Ten, gefolgt vom Finanzwert JPMorgan Chase.
- Rund 26 % der Marktkapitalisierung des MSCI World Index entfallen auf den IT-Sektor. Der umfasst zwar insgesamt 193 Unternehmen, aber gut 15 Prozentpunkte davon vereinen Apple, Nvidia, Microsoft und Broadcom auf sich.
- Der Bankensektor, einer der Gewinner des Börsenjahres 2025, ist für weitere fast 17 % Indexgewichtung verantwortlich.
- Zu guter Letzt macht Rüstung, der „Supersektor“ des vergangenen Jahres mittlerweile 2,7 % im MSCI World aus (oder rund ein Viertel innerhalb des „Industrials“-Subsektors, der im MSCI World mit 11,6 % gewichtet ist).

Insgesamt aber nimmt die Marktbreite des MSCI World Index trotz der 1.319 gelisteten Unternehmen ab, da wenige große Unternehmen die Indexentwicklung bestimmen und der Index kein Abbild der Weltwirtschaft ist; echte operative Diversifizierung spielt kaum eine Rolle. Ein global aktiver Konsumgüterhersteller wie Procter & Gamble ist über seine Marken und Märkte aus unserer unternehmerischen Sicht stärker diversifiziert und resilienter, als beispielsweise ein global aktiver Chip-Hersteller wie Nvidia, der von vielerlei Faktoren wie z.B. technischer Fortschritt oder Regulierung abhängig ist. Unternehmerische Qualität, Profitabilität oder Bewertung treten in Momentum-Phasen oft in den Hintergrund. Belohnt werden primär die Firmen, die in den dominierenden Narrativen als Gewinner wahrgenommen werden. Aber das geht nicht ewig so weiter.

Das Risiko

Das zeigt aber der Blick auf die Börsengeschichte: Momentum-Phasen enden – manchmal schleichend, meistens abrupt, so geschehen beim Platzen der Dotcom-Blase um die Jahrtausendwende oder der Finanzkrise nach der Lehman-Pleite.

Sobald das zugrunde liegende Narrativ endet oder sich verändert, kippt das Momentum ins Gegenteil: Was zuvor gekauft wurde, wird dann verkauft. Wer sich in scheinbar „passiven“ Anlagen wiegt, trägt in Wahrheit hochaktive und ungesteuerte Risiken.

Das bedeutet Momentum an der Börse

Momentum beschreibt eine Investment-„Strategie“, bei der Investoren gezielt jene Aktien oder Segmente kaufen, die in der jüngeren Vergangenheit stark gestiegen sind – in der Erwartung, dass dieser Trend anhält.

Die Logik dahinter ist einfach: Steigende Kurse ziehen Aufmerksamkeit und Kapital an, was die Kurse weiter steigen lässt.

Problematisch wird Momentum, weil es Analyse ersetzt:

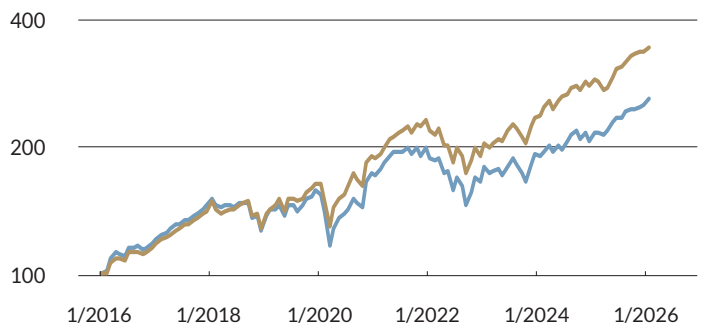
- Momentum berücksichtigt weder Bewertung noch Geschäftsmodell.
- Momentum verstärkt Indexkonzentrationen, da große Gewinner automatisch mehr Kapital erhalten.
- Momentum ist zeitlich begrenzt und kann sich bei veränderten Marktbedingungen schnell umkehren.

Momentum mag kurzfristig funktionieren – als langfristiger Investmentansatz ist es jedoch anfällig für Übertreibungen, Rückschläge und dauerhafte Kapitalverluste.

MSCI

Wertentwicklung in US-Dollar, 31.1.2016 bis 31.1.2026

MSCI World Equal Weighted NR USD	MSCI World NR USD
+ 158,7 % kumuliert	+ 242,9 % kumuliert
+ 10,0 % p.a.	+ 13,1 % p.a.



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

Quelle: Morningstar

Stand: 18.2.2026

Wie Indexkonzentration sich selbst verstärkt

Viele Investoren kaufen heute Indizes – etwa ETFs auf den MSCI World oder den S&P 500. Das gilt als bequem, kostengünstig und „breit gestreut“. Was dabei oft übersehen wird: Indizes folgen einer klaren, mechanischen Logik – und diese Logik kann zu gefährlichen Konzentrationen führen. Der entscheidende Punkt ist die gewichtete Zusammensetzung eines Index. Die meisten großen Aktienindizes sind nach Marktkapitalisierung gewichtet.

Das bedeutet: Je höher der Börsenwert eines Unternehmens, desto größer sein Anteil am Index. Steigt nun der Aktienkurs eines großen Unternehmens stärker als der Markt, wächst automatisch sein Indexgewicht. Und genau hier beginnt der sich selbst verstärkende Effekt:

1. Kursgewinne erhöhen das Indexgewicht.

Eine Firma, deren Aktie stark steigt, wird im Index „größer“.

2. Indexfonds müssen nachkaufen.

ETFs und Indexfonds bilden den Index automatisch nach. Steigt das Gewicht einer Aktie, fließt neues Kapital genau dorthin – unabhängig von Bewertung, Geschäftsmodell oder Risiken.

3. Mehr Kapital treibt den Kurs weiter.

Der zusätzliche Kaufdruck stützt oder erhöht den Aktienkurs – was das Indexgewicht erneut vergrößert.

4. Der Kreislauf verstärkt sich.

Was bereits groß und teuer ist, wird weiter gekauft. Nicht, weil es zwingend besser wird – sondern weil die Indexlogik es erzwingt.

So entsteht Indexkonzentration: Wenige sehr große Unternehmen oder Themen dominieren zunehmend die Performance ganzer Märkte. Für Investoren fühlt sich das lange harmlos an – denn solange diese Aktien steigen, „funktioniert“ der Index.

Das Risiko zeigt sich erst später. Dreht die Stimmung, geraten genau diese Schwergewichte unter Druck.

Dann kehrt sich der Mechanismus um: Fallende Kurse führen zu geringeren Indexgewichtungen, führen zu mehr Abflüssen und zusätzlichem Verkaufsdruck.

Wichtig ist daher die Erkenntnis: Indexinvestments folgen Momentum, nicht Qualität. Sie verstärken Trends – nach oben wie nach unten. Wer sich dessen bewusst ist, kann besser einschätzen, warum scheinbar „passive“ Anlagen sehr aktive Risiken in sich tragen.

Index-Denke als Momentum-Verstärker: Hoffnung auf Bewertungsausweitung vs. echte Wertschöpfung

Die zunehmende Index- und ETF-Dominanz verstärkt diesen Effekt zusätzlich. Denn in der Indexlogik bedeutet eine steigende Marktkapitalisierung ein höheres Indexgewicht. Das höhere Indexgewicht löst mehr Kapitalzuflüsse in die Aktie aus, die dann wiederum zu weiter steigenden Kursen führen. Dadurch entsteht ein sich selbst verstärkender Kreislauf, eben: Momentum. Das Prädikat „Indexschwergewicht“ sagt noch nichts über die Qualität des Unternehmens aus. Wenn Aktienkurse primär steigen, weil das Anlagekapital reflexhaft einem Trend folgt, entkoppelt sich der Preis von der unternehmerischen Substanz.

Die Qualität steigt nicht, nur weil die Bewertung steigt

In der Finanzwelt spricht man dann von „Multiple Expansion“ (Bewertungsausweitung): Der Kurs eines Unternehmens steigt nicht, weil es operativ mehr Geld verdient, sondern weil Investoren bereit sind, ein immer höheres Vielfaches (Multiple) für die bloße Hoffnung auf zukünftiges Wachstum zu bezahlen. So gilt Tesla unbestritten als ein solches Indexschwergewicht, für uns bleibt das Unternehmen unverändert ein No-Go: Das Kerngeschäft mit Elektroautomobilen bleibt chronisch margenschwach, die angekündigten Millionen Robo-Taxis und humanoiden Roboter lassen bereits Jahre auf sich warten. [Obwohl wir uns die KGV-Denke ohnehin nicht zu eigen machen](#), stellt sich doch die Frage, wie sich das irrsinnig hohe KGV von rund 280 begründen lässt. Hier scheint uns, um es einmal vorsichtig auszudrücken, doch sehr viel Phantasie eingepreist zu sein. Möglicherweise sogar unbegründete Phantasie.

Warum trotz „breiter“ Streuung oft das Klumpenrisiko steigt

Index-Investoren kaufen so oft selbst über „breit gestreute Indizes“ unbemerkt hohe Klumpenrisiken, weil sich im Index die Gewichtung auf wenige Unternehmen, Sektoren oder Narrative konzentriert. Als Langfrist-Investoren stützen wir uns nicht auf die vage Hoffnung, dass morgen jemand bereit ist, eine noch höhere Bewertung zu bezahlen. Unsere Portfoliounternehmen generieren eine konstante Wertsteigerung, indem die erwirtschafteten Unternehmensgewinne Jahr für Jahr neu in profitables Wachstum investiert werden. Das ist ökonomisch greifbar und krisenresistent.

Als diejenigen, die Kapitalerhalt und attraktive Renditen über Börsenzyklen hinweg anstreben, fragen wir uns nicht: Welche Aktie ist zuletzt gut gelaufen?, sondern: Welches Unternehmen verdient dauerhaft Geld und warum ist das so? So verstehen wir auch Antizykliz: Sie bedeutet nicht, gegen den Markt zu wetten, sondern zwischen (spekulativer) Kursbewegung und unternehmerischer Substanz zu unterscheiden.

Wenn die operative Stärke eines Unternehmens auf eine temporäre Bewertungsschwäche an der Börse trifft, verbessert sich das Chance-Risiko-Profil – auch wenn der Kurszettel kurzfristig etwas anderes suggeriert. In der Index-Logik passiver Strategien wäre diese Bewertungsschwäche ein technisches Verkaufssignal, während für aktive Manager sich eine günstige Kaufgelegen-

heit eröffnet. Oder anders formuliert: Wenn an der Börse das, was seitwärts läuft oder fällt, links liegengelassen wird, selbst wenn die operative Qualität und der innere Wert steigen, ist das für uns kein Grund zur Sorge, sondern eine echte Opportunität.

Momentum-Phasen mit Langweilern überstehen

Gerade Unternehmen mit robusten Geschäftsmodellen aus Bereichen der nicht-zyklischen Consumer Staples oder der „Daily Used Tech“ zeigen diese Diskrepanz besonders deutlich. Ihre Produkte werden täglich von Milliarden Menschen und Millionen Unternehmen genutzt, ihr Wachstum ist intakt, ihre Cash Flows sind stabil, ihre Preissetzungsmacht ist hoch. In Momentum-Phasen wirken sie mitunter „langweilig“. Langfristig jedoch sind es diese robusten Gewinnmaschinen, die Kapital erhalten und über Börsenzyklen hinweg attraktive Renditen erzielen.

Momentum kann einen Markt über einen längeren Zeitraum begleiten, dennoch sollte dieser Umstand nicht dazu verführen, als Kompass für eine langfristige Investmentstrategie zu dienen. Denn nachhaltiger Anlageerfolg entsteht nicht durch das Hinterherlaufen von Trends, sondern durch Investmentdisziplin, saubere Analyse von Bilanzen und Geschäftsmodellen und den Fokus auf unternehmerische Substanz. Das erfordert mitunter Geduld und Disziplin, denn die Dauer und das Ende von Momentum-Phasen sind nicht vorhersehbar.

Sind eine hohe Gewichtung und Konzentration per se schlecht?

Momentum führt, wie gerade dargelegt, zu hohen Gewichtungen und Konzentrationen in marktbreiten Indizes wie etwa dem MSCI World Index. Lässt sich daraus ableiten, dass eine hohe Gewichtung einzelner Aktien per se riskant und eine breite Streuung für den Investorfolg entscheidend ist?

Entscheidend ist nicht die Höhe der Konzentration, sondern ihre Ursache: Während Konzentration in einem Indexfonds mechanisch entsteht, ist sie in einem aktiv gemanagten Fonds das Ergebnis bewusster, begründeter Entscheidungen.

Indexlogik: Steigende Kurse erzeugen steigende Risiken

In einem Index nimmt die Gewichtung einzelner Unternehmen automatisch mit ihrer Marktkapitalisierung zu. Steigende Kurse führen zu höheren Indexgewichten – unabhängig davon, ob sich die unternehmerische Substanz verbessert hat oder nicht. Es gibt keinen Verantwortlichen, keine Überzeugung und keine definierten Kriterien für einen Ein- oder Ausstieg.

Im aktiven Fonds hingegen ist jede hohe Gewichtung Ausdruck einer klaren Einschätzung: Sie basiert auf Analyse, Bewertung und einer konkreten Erwartung an die zukünftige operative Entwicklung, die sich aus Geschäftsmodell- und Bilanzanalyse ableitet und nicht aus der zurückliegenden Kursperformance.

Die entscheidende Frage lautet daher für uns nicht „Wie hoch ist die Gewichtung im Fondsportfolio?“, sondern „Warum ist die Gewichtung so hoch – und unter welchen Bedingungen wäre sie nicht mehr gerechtfertigt?“

Qualität vor Kurs: Wann hohe Gewichtung gerechtfertigt ist

Eine hohe Gewichtung ist im aktiven Management stets an Bedingungen geknüpft, nicht an Kursgewinne. Sie lässt sich nur dann vertreten, wenn ein Geschäftsmodell strukturell überlegen ist, nachhaltig hohe Kapitalrenditen erzielt, über Preissetzungsmacht und stabile Cashflows verfügt und Wachstum operativ – nicht durch Bilanzakrobatik – erwirtschaftet wird. Selbst nach Kursanstiegen muss die Bewertung noch angemessen sein. Die Gewichtung folgt also der unternehmerischen Qualität, nicht der Kursdynamik. Beim Index ist es umgekehrt: Dort ist die Kursentwicklung selbst der Treiber der Konzentration.

Steuerbarkeit als Risikovorteil

Zudem ist Konzentration im aktiven Fonds steuerbar – und damit reversibel. Gewichtungsobergrenzen, Reduktionen bei Bewertungsüberreibungen, der Abbau bei strukturellen Verschlechterungen oder weiter steigenden Kursen gehören zu den zentralen Instrumenten aktiver Risikosteuerung. Ein Index kennt diese Mechanismen nicht. Er ist „gezwungen“, hohe Gewichtungen zu halten – unabhängig davon, ob sich Risiken aufbauen oder Narrative kippen.

Der Kernunterschied: Verantwortung

Der grundlegende Unterschied lässt sich auf einen Nenner bringen: Verantwortung. Ein Index trägt keine Verantwortung, er erklärt nichts und kennt keinen Fehler – nur Gewichtungen. Er hinterfragt keine Narrative, er gehorcht blind einem Algorithmus, der lediglich Marktkapitalisierungen addiert.

Wir steuern hingegen Risiken bewusst, begrenzen Gewichtungen bei Überreibungen und investieren ausschließlich in Geschäftsmodelle, die wir verstehen und die dauerhaft profitabel sind. Als aktive Investoren stehen wir für unsere Entscheidungen und Überzeugungen ein, machen sie transparent und lassen uns an klar definierten Kriterien und Zielen messen. Und diese Ziele besitzen eine bewusst andere Reihenfolge als im Mainstream:

Langfristige, substanzielle Investitionssicherheit hat für uns Priorität. An erster Stelle steht der Kapitalerhalt, verbunden mit dem Ziel, über Börsenzyklen hinweg attraktive Renditen zu erzielen. Gerade das konsequente Vermeiden von Verlustrisiken bedeutet, in „Momentum-Phasen“ Renditeopportunitäten auszulassen, selbst wenn das dazu führt, nicht zu jeder Zeit an der Performance-Spitze zu stehen.

Wir investieren ausschließlich in Unternehmen höchster Qualität, die dauerhaft, über alle Konjunkturzyklen hinweg und mit hoher Verlässlichkeit profitabel sind, indem sie operativ Wert generieren und diesen robust ausbauen.

Konzentration kann Stabilität schaffen

Entscheidend ist schließlich ein Punkt, der häufig übersehen wird: Aktiv gemanagte Konzentration kann Risiko senken, nicht erhöhen. Ein fokussiertes Portfolio aus exzellenten, Cash Flow-starken, global aktiven und stark diversifizierten Unternehmen mit nicht-zyklischen Geschäftsmodellen kann langfristig deutlich weniger riskant sein als ein breit gestreuter Index, der zwangsläufig auch viele hochverschuldete, kapitalintensive oder strukturell schwache Unternehmen enthält. Risiko bedeutet nicht kurzfristige Volatilität, sondern die Gefahr eines dauerhaften Kapitalverlusts.

Die Bilanz entscheidet, nicht der Kurszettel

So sprechen wir dann von Qualitätsunternehmen, wenn Firmen ein kapitalleichtes und robustes Geschäftsmodell besitzen, beständig hohe Unternehmensgewinne erzielen – auch in kon-

junkturrell schwierigen Phasen – und so konsistent hohe Kapitalverzinsungen erwirtschaften. Neben einem robusten Cash Flow sehen wir eine hohe Bilanzqualität als besten Schutz für das investierte Kapital an. Gerade der Blick auf die Bilanzqualität der Unternehmen wird bei von Momentum getriebenen Aktien gerne zugunsten von Börsennarrativen vernachlässigt.

Wir verstehen uns als Investoren mit unternehmerischem und langfristigem Blick. Markttiming kann unserer Meinung nach keine auf Dauer ausgerichtete Strategie sein: Wir investieren nicht mit dem Markt oder gegen den Markt, sondern unabhängig vom Markt. Unsere Portfoliounternehmen und somit wir als Miteigentümer generieren eine konstante und langfristige Wertsteigerung, indem die erwirtschafteten Unternehmensgewinne Jahr für Jahr neu in profitables Wachstum investiert werden. Darauf kommt es langfristig an.



Alphabet: Der Capex-Schock sitzt tief – beim Wettbewerb

Alphabet liefert für das vierte Quartal Zahlen, die selbst in der erfolgsverwöhnten Tech-Elite noch herausragen. Stark beschleunigtes Wachstum, rasant steigende Cloud-Umsätze und eine KI-Plattform als Monetarisierungsturbo. Aber wie steht es um die rekordhohen Capex?

- **Q4-Zahlen auf Rekordniveau:** beschleunigtes Wachstum – beeindruckende Marge trotz massiver KI-Investitionen.
- **KI als integraler Gewinntreiber:** Gemini stärkt Search und Cloud zugleich – und wird effizient monetarisiert.
- **Capex ebenfalls auf Rekordniveau:** Wackelt durch die Investitionsoffensive das kapitalleichte Geschäftsmodell?



Bei Alphabet bleibt einem die Spucke weg

Die jüngsten Quartalszahlen von Alphabet, der Konzernmutter von Google, brechen nicht nur erneut Rekorde, sondern zeigen auch eine weitere Beschleunigung des Wachstums auf einem ohnehin schon extrem hohen Niveau. Im vierten Quartal wuchs das Unternehmen organisch um 17 % und steigerte den Umsatz auf 114 Mrd. US-Dollar. Gleichzeitig stieg das operative Ergebnis von Alphabet nahezu im Gleichschritt um 16 % auf 36 Mrd. US-Dollar – und das trotz eines massiven Ausbaus der Forschungs- und Entwicklungsausgaben um 42 % auf 18,6 Mrd. US-Dollar. Auch die operative Marge blieb mit 32 % stabil. Diese Skalierungs-Power von Alphabet ist schier atemberaubend.

Kerngeschäft: Wachstum in der Breite

Besonders beeindruckend ist, dass das Wachstum bei Alphabet nicht von einem einzelnen Bereich abhängt, sondern sich aus allen Geschäftsfeldern von Google speist. Damit beweist Alphabet die Stärke seiner Strategie der vernetzten Plattformen. Google Services steigerte seinen Umsatz um 14 % auf 96 Mrd. US-Dollar. Besonders stark präsentierte sich weiterhin Search mit 17 %, ebenso Subscriptions, Platforms & Devices mit 17 %. Die größte Videoplattform der Welt YouTube wuchs um 9 %.

Den Wachstumsturbo zündete die Cloud-Sparte von Alphabet: Google Cloud erzielte ein Umsatzplus von 48 % auf 17,7 Mrd.

US-Dollar, womit die annualisierte Umsatzschätzung erstmals die Marke von 70 Mrd. US-Dollar überschreitet. Gleichzeitig gelang ein gewaltiger Margensprung: Die operative Marge der Cloud-Sparte stieg auf 30,1 % gegenüber 17,5 % im Vorjahresquartal. Wachstum und Profitabilität verstärken sich hier gegenseitig.

Gemini: KI als Skalierungshebel für das eigene Plattformgeschäft, nicht als Produkt

Ein zentraler Treiber dieser Entwicklung ist das neue KI-Modell Gemini 3. Alphabet-CEO Sundar Pichai sprach im Quartals-Call von der „fastest adoption of any model in our history“. Die Zahlen untermauern das: Innerhalb von nur vier Monaten wurden über acht Millionen Gemini-Enterprise-Abonnements verkauft, die Gemini App zählt inzwischen mehr als 750 Mio. monatlich aktive Nutzer. Der Auftragsbestand stieg auf 240 Mrd. US-Dollar. Zusätzlich unterstreicht dies die Partnerschaft mit Apple. Die Kalifornier entschieden sich für Google als bevorzugten Cloud-Partner für die nächsten, auf Gemini basierenden Foundation Models. Damit bestätigt Google zum einen seine technologische Führungsrolle, zum anderen bleibt unser Portfoliounternehmen Apple auch beim Thema KI seiner Devise treu, nicht

der Erste sein zu müssen, sondern der Beste zu werden. Apple nutzt ausgereifte KI-Lösungen und perfektioniert diese dann für das eigene Ökosystem.

Bei Alphabet ist die strategische Einordnung entscheidend: Gemini ist für das Unternehmen kein „einfaches“ KI-Produkt, sondern ein wirksamer Hebel, der die Geschäfte von Google Search, Google Cloud und YouTube auf die nächste Skalierungsstufe hebt. Alphabet muss seine Gemini-KI nicht stand alone über den Lizenz- oder Abo-Verkauf monetarisieren. Google integriert seine eigene KI direkt in die eigenen, schon ohne KI hochprofitablen Produktplattformen. Das unterscheidet Alphabet fundamental von Wettbewerbern wie OpenAI, die nicht über eigene globale Plattformen verfügen.

Capex-Schock – und warum er rational ist

Um der überwältigenden Nachfrage nach KI-Lösungen Herr zu werden, erhöht Alphabet die Investitionen nochmals massiv. Bereits 2025 lagen die Ausgaben für Rechenzentren und Infrastruktur bei rekordhohen 91,5 Mrd. US-Dollar. Für dieses Jahr sind 175 bis 185 Mrd. US-Dollar angekündigt – nahezu eine Verdoppelung. Der Markt reagiert darauf nervös, Alphabets Kurs

Sechs Punkte machen Google zur KI-Superkrake

1. Vertikale Integration

Google ist für's KI-Geschäft mittlerweile deutlich besser positioniert als alle anderen Hyperscaler. Durch die umfassende vertikale Integration kontrolliert Google die gesamte Wertschöpfungskette. Das Ergebnis: enorme Effizienzsprünge und absolute Kostenführerschaft.

2. Kosteneffizienz

Google hat über die ganze KI-Wertschöpfungskette massiv niedrigere Kosten, da sie über diese Groß-Plattformen neue KI-Produkte schnell vermarkten und skalieren können. So sind durch KI im Bereich Search die Kosten pro Suchanfrage um 90 % geringer.

3. Eigenes KI-Sprachmodell Gemini

Das KI-Modell Gemini treibt das Search-Geschäft zusätzlich an: Die Zahl und die Qualität der Suchanfragen steigt, die Verweildauer ist durch das höhere Engagement mit den Inhalten durchschnittlich dreimal höher als bei der „klassischen“ Suche. Allen Skeptikern zum Trotz gelingt es Google sogar, über AI Max Werbung für Suchanfragen zu generieren, die bislang nicht monetarisierbar waren.

4. Kosteneffiziente Rechenzentren und eigene TPU

Die Google-Rechenzentren gelten in der Branche als die kosteneffizientesten. Die konzerneigenen Tensor Processing Unit-Chips (TPU) sind zum einen wesentlich günstiger und energieeffizienter als externe Graphics Processing Units (GPU) und zum anderen

so leistungsfähig, dass die verschiedenen Sprachmodelle von Gemini bis Vertex AI auf den selbst entwickelten TPU nicht bloß betrieben, sondern auch trainiert werden. Gerade der „Deep-Seek-Moment“ hat gezeigt, dass Effizienz in der KI das neue Gold ist. Genau hier liegt Googles großer Wettbewerbsvorteil: Durch das eigene Chip-Design und die eigenen Rechenzentren sind sie nicht externen Preisdiktaten ausgeliefert, sondern besitzen die absolute Kostenführerschaft.

5. Proprietäre Großplattformen

Google verfügt mit seinen sieben Großplattformen zudem über gigantische Datenmengen, mit denen die eigenen Sprachmodelle trainiert werden können. Keiner der Wettbewerber verfügt über eine annähernd große und wertvolle Datenressource. Das Ergebnis: Schon heute führen die KI-Modelle Gemini/Vertex AI in den KI-Benchmarks; Google DeepMind beeindruckt zudem mit seiner unerschöpflichen Innovations-Power.

6. Vernetzte, unternehmensweite Innovationskultur

Google ist eine wahre Innovationsmaschine, die über das gesamte Unternehmen hinweg zahlreiche Innovationsressourcen vernetzt, mit den weltweit höchsten Ausgaben für Forschung und Entwicklung diesen Motor weiter antreibt und beständig branchenführende neue Produkte erzeugt (in Q4 z.B. ihr Agentic AI für KI-geleiteten E-Commerce, oder die KI-Plattform GENIE, die komplette virtuelle Welten, etwa für Games, generiert, für Reichweite und für Werbeeinnahmen sorgt).

Alphabet vs. Amazon – zwei Hyperscaler, zwei Modelle

Amazon meldete für das vierte Quartal ein organisches Wachstum von 12 % auf 213 Mrd. US-Dollar Umsatz. In Nordamerika wuchs der Umsatz um 10 %, international organisch um 11 % (nominal 17 % dank Währungseffekten). Das Cloud-Geschäft AWS steigerte den Umsatz um 24 % auf 35,6 Mrd. US-Dollar – das stärkste Wachstum seit 13 Quartalen.

Im direkten Vergleich skaliert Google Cloud jedoch deutlich schneller: plus 48 % auf rund 18 Mrd. US-Dollar. Auch bei der Profitabilität dürfte Google Amazon, in das wir nicht investiert sind, bald einholen oder überholen.

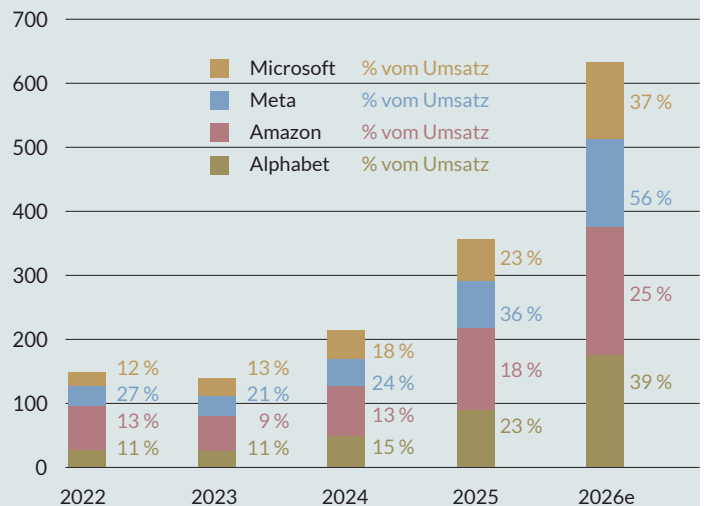
Beim Capex übertrifft Amazon Alphabet sogar: 200 Mrd. US-Dollar für 2026. Allerdings bestehen wesentliche Unterschiede. Denn von den 200 Mrd. US-Dollar fließt bei Amazon ein substanzieller Teil in den Ausbau des internationalen Handels und der Logistik. Zwar dürften schätzungsweise etwa 80 % der Investitionen ebenfalls in Rechenkapazitäten gehen, doch Amazon finanziert diese Investitionen weniger komfortabel.

Der operative Cash Flow von Amazon lag 2025 bei 140 Mrd. US-Dollar (+20 %), während Alphabet 165 Mrd. US-Dollar (+30 %) erzielte. Für 2026 dürfte Google beim operativen Cash Flow deutlich über 200 Mrd. US-Dollar liegen – und kann die Mega-Investitionen aus eigener Kraft stemmen.

Kurzum: Beide Firmen investieren massiv. Doch Alphabet verbindet höhere Wachstumsraten, bessere vertikale Integration, geringere Kosten und eine klarere Monetarisierungslogik. Das erklärt, warum wir Google als das derzeit stärkste KI-Powerhouse unter den Hyperscalern sehen.

Nach ChatGPT-Moment: starker Capex-Anstieg

in Mrd. US-Dollar



Quelle: Geschäftsberichte Unternehmen, eigene Berechnung

Wagner & Florack, Schätzwerte 2026

Stand: 31.01.2026

gab kurzzeitig nach, in den Medien war vom Capex-Schock die Rede, weil parallel auch Wettbewerber rekordhohe KI-Investitionen ankündigten.

Aus unserer Sicht ist dieser Schritt jedoch logisch:

Erstens leidet Google derzeit unter begrenzten Kapazitäten und kann die riesige Nachfrage nicht bedienen,

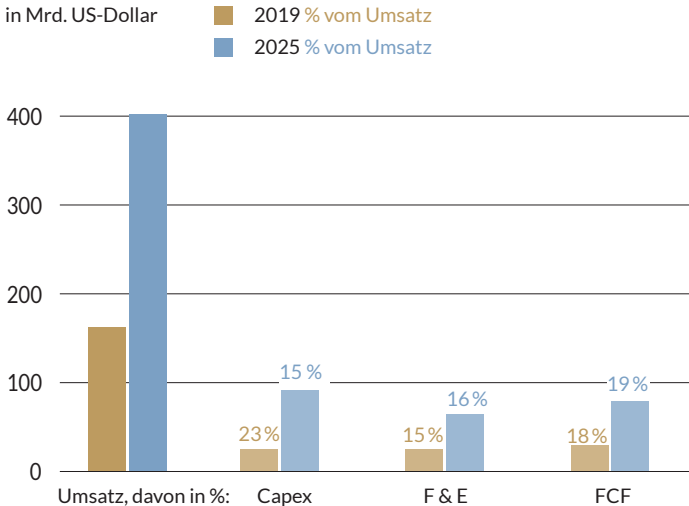
zweitens will Alphabet das aktuelle starke Wachstum bei Gemini nutzen, um seine technologische Führungsposition auszubauen.

Denn Google verfügt als einziger Hyperscaler über die gesamte vertikale KI-Wertschöpfungskette – von der Entwicklung der eigenen TPU-Chips über die kosten- und energieeffizientesten Rechenzentren der Branche bis hin zu der einzigartigen gigantischen Datenressource, die die sieben globalen Plattformen des Unternehmens bieten.

Profitabilität: Trotz Mega-Investitionen robust

Trotz dieser unfassbaren Investitionssumme bleibt die Profitabilität von Google nicht minder beeindruckend. Im vierten Quartal erzielte Alphabet einen Free Cash Flow (FCF) von 24,6 Mrd. US-Dollar, was einer FCF-Marge von 21,6 % entspricht. Damit ist Google das Kunststück gelungen, den FCF praktisch auf Vorjahresniveau zu halten, obwohl sich der Capex inzwischen nahezu verdoppelt hat. Im Gesamtjahr 2025 lag der FCF bei 73 Mrd. US-Dollar, die FCF-Marge bei 18 %. Mit einer Nettofinanzposition von 113 Mrd. US-Dollar, einem Eigenkapital von 415 Mrd. US-Dollar und einer Kapitalverzinsung von 24 % schwimmt Alphabet trotz Rekordinvestitionen im Cash. Dieser Punkt ist für uns von besonderer Bedeutung: Ein Unternehmen, das derart massiv investiert und dabei eine Kapitalverzinsung von deutlich über 20 % verdient, verbrennt kein Geld – es agiert als ultimative Zinseszins-Maschine. Dies grenzt Alphabet massiv von Momentum-getriebenen, kapitalintensiven, aber strukturell margenschwachen Geschäftsmodellen ab.

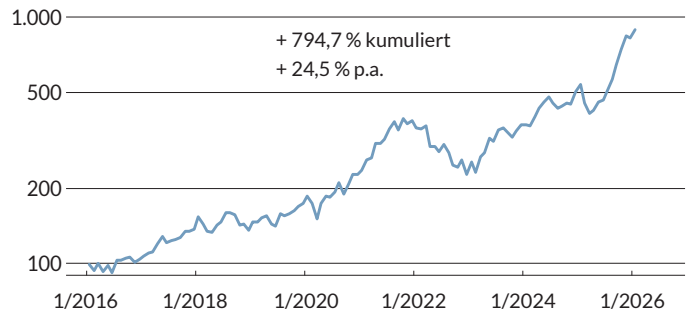
Alphabet: Capex, F&E und Free Cash Flow (FCF)



Quelle: Geschäftsbericht Alphabet, eigene Berechnung Wagner & Florack
Stand: 31.01.2026

Alphabet

Wertentwicklung in US-Dollar, 31.1.2016 bis 31.1.2026



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

Quelle: Morningstar

Stand: 31.01.2026

Alphabet: Unternehmerisch relevante Finanzkennzahlen Geschäftsjahr 2025

Umsatz	403 Mrd. USD	Nettofinanzposition (inkl. Net Working Capital)	113 Mrd. USD
Umsatzwachstum	15 %	Eigenkapital	415 Mrd. USD
Operative Marge	32 %	Eigenkapitalquote	70 %
Free Cash Flow (FCF)	73 Mrd. USD	Kapitalverzinsung (RoCe)	24 %
Free Cash Flow-Marge	18 %	Enterprise Value	~ 49,5 x FCF FY2025

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für zukünftige Entwicklungen.

Quelle: Geschäftsbericht Alphabet, Berechnungen Wagner & Florack

Stand: 18.02.2026

Einordnung: Marktreaktion versus ökonomische Realität

Der Markt fokussiert sich derzeit stark auf die absolute Höhe des Capex – ähnlich wie bereits im Frühjahr 2025. Dabei wird übersehen, dass diese Investitionen durch zigtausende Cloud-Kunden abgesichert sind. Google trägt kein Klumpenrisiko wie Microsoft, bei dem rund 45 % der Azure-Auftragseingänge von OpenAI stammen, oder die Cloud-Sparte von Amazon AWS, die stark auf das Geschäft mit Start-ups setzt. Rechenkapazität bleibt knapp, die Nachfrage wächst schneller als das Angebot – laut Pichai über das gesamte Jahr hinaus.

Kurzfristig dürfte der Free Cash Flow durch die Investitionsphase sinken, möglicherweise über mehrere Jahre. Doch genau jetzt ist für Google – wie für andere Hyperscaler – die Zeit des Säens, was bei der Bewertung des optisch höheren Enterprise Value zu berücksichtigen ist. Künstliche Intelligenz eröffnet neue Märkte, ermöglicht neue Geschäftsmodelle und erschließt neue Erlöspotenziale, die vor wenigen Jahren noch undenkbar waren.

Fazit: Erst der Beginn des Wachstumspfad

Im Frühjahr 2025, nach dem „DeepSeek“-Moment, haben wir davor gewarnt, Google vorschnell abzuschreiben. Genauso wie wir schon vor drei Jahren nach dem „ChatGPT-Moment“ davor gewarnt haben, Google vorschnell abzuschreiben. Heute – nach einer Verdreifachung des Aktienkurses – zeigt sich, dass sich unsere zentrale Investmentthese materialisiert: Alphabet steht nicht am Ende, sondern am Beginn eines noch steileren Wachstumspfad, getragen von einem hochprofitablen Kerngeschäft und einer einzigartigen Position im KI-Ökosystem. Während sich der Markt allzu oft in einer „Meinungs-Volatilität“ übt, beweist Alphabet durch seine vertikale Integration und Kostenführerschaft echte unternehmerische Substanz, die über jeden Momentum-Zyklus erhaben ist.

„Der Capex von Alphabet ist keine Wette“

Steigende KI-Investitionen bei Alphabet. Deren Höhe macht manche Investoren nervös. Dominikus Wagner erklärt, warum er gelassen bleibt und wo Wachsamkeit gefragt ist.

In den Reaktionen auf die jüngst von Alphabet und Amazon angekündigten Investitionen in KI war von einem „Capex-Schock“ die Rede. Sie wirken nicht sonderlich schockiert?

Dominikus Wagner: Ein kapitalleichtes Geschäftsmodell bemisst sich für uns nicht an der absoluten Höhe der Investitionen, sondern an deren Verhältnis zu Ertragskraft, Skaleneffekten und langfristigem Mehrwert. Entscheidend ist nicht, wie viel Kapital eingesetzt wird, sondern wie sinnvoll und wie effizient es eingesetzt wird und wie es den strukturellen Wachstumspfad beeinflusst. Und hier macht uns Alphabet mehr Freude als Sorgen. Kapitalintensiv wird ein Geschäftsmodell dort, wo durch ständig steigenden Kapitaleinsatz wenig profitables Wachstum erkaufte wird, wo Investitionen schuldenfinanziert erfolgen oder wo sie in nicht oder nur begrenzt skalierbare Produktionsstrukturen fließen.

Hohe Investitionen sind das eine, die gigantischen Rekordsummen, die für KI investiert sind und noch werden, sind das andere...

Wagner: Die derzeit enormen Investitionen von Alphabet widersprechen unserem Verständnis eines im Kern kapitalleichten Geschäftsmodells vorerst nicht. Bei Alphabet ist der Capex durch operative Cash Flows und die Substanz einer Bilanz mit hohem Eigenkapital und einer Nettofinanzposition abgesichert. Außerdem: Jeder von Google zusätzlich investierte Dollar zielt darauf ab, den enormen Auftragsstau durch immer mehr und immer neue Anwendungsfälle von KI zu bewältigen, das bestehende Geschäftsmodell effizienter zu machen und durch neue Services neue Nachfrage zu erschließen, um so die langfristige Ertragskraft zu steigern.

Widerspricht die schiere Größe nicht der kaufmännischen Vorsicht?

Wagner: Der Capex von Alphabet ist keine Wette auf eine hoffentlich rosige KI-Zukunft. Im Gegenteil: Es geht um ganz konkrete Umsätze. Der Berg an unterschriebenen Kundenaufträgen türmt sich immer weiter auf, weil Google mit der Abarbeitung aufgrund von Kapazitätsengpässen nicht hinterherkommt. Im vierten Quartal explodierte der Auftragsbestand um 55 % gegenüber dem Vorquartal auf einen Rekordwert von 240 Mrd. US-Dollar. Das ist der beste Beleg, wie extrem gut Alphabet seine Investitionen schon heute monetarisiert – und das bei weiter steigenden Margen.

Alphabet plant die Emission einer hundertjährigen Pfund-Anleihe – Medien sehen darin eine Zunahme der Kapitalintensität. Ändert sich der Charakter des Geschäftsmodells?

Wagner: Nein, wir sehen hier keinen Wandel hin zu einem kapitalintensiven Geschäftsmodell, wenngleich der Unternehmensgewinn trotz des wohl anhaltenden dynamischen Wachstums des operativen Cash Flows auch bei Alphabet temporär deutlich sinken dürfte. Ende 2025 lag die Nettofinanzposition von Alphabet bei 113 Mrd. US-Dollar, Alphabet sitzt also auf einem riesi-



Dominikus Wagner ist Gründer und Vorstand von Wagner & Florack. Gemeinsam mit Dirk Schmitt managt er den Wagner & Florack Unternehmensfonds und den Wagner & Florack Unternehmerfonds flex.

gen Berg an Cash und Substanz und steigert unablässig seinen operativen Cash Flow, der 2025 um gut 30 % auf rund 165 Mrd. US-Dollar anstieg.

Worin liegt der Unterschied zu Amazon?

Wagner: Alphabet kann seine Investitionen und den Schuldendienst locker aus dem Cash und der Substanz stemmen. Das ist der elementare Unterschied zu Amazon, das für den Ausbau seiner Kapazitäten bei Stores, Logistik- und Datenzentren neue Schulden aufnehmen muss und beim Free Cash Flow angesichts der geplanten Investitionen von 200 Mrd. US-Dollar tief bzw. noch tiefer in die roten Free Cash Flow-Zahlen rutschen dürfte.

Und trotz Cash begibt Alphabet eine 100jährige Anleihe?

Wagner: Der Jahrhundert-Bond ist ein Gütesiegel für Alphabet und seine KI-Strategie. Während sich die defizitären Start-ups aus der KI-Szene – selbst OpenAI wird noch auf Jahre Geld verbrennen – von einer Finanzierungsrunde zur nächsten hangeln müssen, stellt Alphabet mit der mehrfach überzeichneten Jahrhundertanleihe seine Ausnahmestellung und Vertrauenswürdigkeit als verlässlicher Cash-Produzent mit funktionierendem Geschäftsmodell unter Beweis.

Wachsamkeit ist aber dennoch angesagt?

Wagner: Wachsamkeit ist immer angesagt, auch bei so robusten Gewinnmaschinen wie Alphabet. Kapitalintensiv würde das Geschäftsmodell von Alphabet beispielsweise, wenn die Investitionen dauerhaft schneller wüchsen als Umsatz und operativer Cash Flow. Ebenso wäre eine massiv steigende Verschuldung zur Finanzierung von Financial Engineering-Maßnahmen wie etwa umfangreiche Aktienrückkäufe ein Warnsignal. All das sehen wir aber nicht: Die Nachfrage ist riesig, das KI-Geschäft schon heute profitabel und der Cash Flow ergießt sich in Strömen; die bilanziellen Kennzahlen stimmen. Solange Alphabet seine Investitionen aus eigener Kraft finanziert, Skaleneffekte realisiert und hohe Kapitalrenditen erzielt, bleiben die hohen Capex-Ausgaben Ausdruck strategischer Stärke.

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 jüngerer 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, 8: Adobe Stock; Seite 2, 12, 13: Wagner & Florack

Stand: 25.02.2026