Unternehmerfonds
WAGNER & FLORACK

Investorenbrief 11 | 2026

Unternehmerisch denken, unternehmerisch investieren

EDITORIAL
Was das Comeback der Qualität über die Börse verrät

ANALYSE
Alphabet - warum Google weiter massiv investiert

UNTERNEHMEN
Rational macht langfristig Appetit auf mehr



Sehr geehrte Leserinnen und Leser, liebe Investoren,

kürzlich fragte uns ein Journalist, ob uns die zuletzt starke Kursentwicklung bei vielen nicht-zyklischen Konsumgüterherstellern wie Procter & Gamble, Colgate-Palmolive oder Church & Dwight und auch bei den Unternehmerfonds eine gewisse Genugtuung bereite.

Nein, das tut es nicht. Aber natürlich freut es uns, dass die Börse die Qualität und das robuste Wachstum unserer „langweiligen Gewinnmaschinen", aber auch vieler anderer robuster Qualitätsunternehmen wieder stärker honoriert. Denn 2025 und teils auch 2026 wurden diese Firmen an der Börse „links liegengelassen"; ihre Aktienkurse blieben hinter der Geschäftsentwicklung zurück, mit der Folge entsprechend rückläufiger Bewertungen.

Das hat Ihnen und uns Geduld abverlangt und mitunter auch die Nerven strapaziert. Dennoch empfinden wir jetzt keine Genugtuung. Investieren bedeutet für uns nicht, jederzeit gegenüber der Börse recht zu behalten. Unser Ziel ist es, uns langfristig an der Wertschöpfung hervorragender Unternehmen zu beteiligen, um über die Zeit am Zinseszinseffekt zu partizipieren. Den soll Albert Einstein nicht umsonst als die stärkste Kraft im Universum bezeichnet haben.

Die Börsenberichterstattung liebt Vergleiche - gerne mit Bildern aus dem Sport. So wurde aus der Kurserholung unserer Consumer Staples und anderer Qualitätsfirmen schnell eine „Aufholjagd" gemacht. Aber Vermögensanlage ist kein Wettrennen, es ist kein Sprint, noch nicht einmal ein Marathon. Es gibt beim Investieren keine definierte Ziellinie, die es mit einem Schlussspurt zu erreichen gilt.

Die Kurse vieler Qualitätsunternehmen haben in den vergangenen Monaten eine starke Entwicklung verzeichnet. Aber wie geht es nach den kräftigen Kursanstiegen nun kurzfristig weiter? Unsere ehrliche Antwort ist: Wir wissen es nicht. Was wir jedoch wissen, ist, dass Procter & Gamble, L'Oréal, Church & Dwight & Co. trotz weiter bestehender Herausforderungen – nach einer Phase eines verlangsamten, aber dennoch profitablen Wachstums – wieder auf ihren geschäftsmodelltypischen Wachstumspfad zurückgefunden haben.

Sie werden mit Waschmitteln, Zahnpasta, Hautcreme und anderen Produkten des täglichen Bedarfs weiterhin verlässlich viel Geld verdienen, um ihre bestehenden Marken zu pflegen, neue Marken aufzubauen, in neue Produkte zu investieren und Dividenden zu zahlen. Und so wird auch der Wert unserer Beteiligungen steigen. Oder direkter formuliert: Wir dürfen langfristig bei diesen Firmen mit einer attraktiven Wertentwicklung bei gleichzeitig sehr geringen Geschäftsmodellrisiken rechnen.

An solchen robusten Gewinnmaschinen wollen wir beteiligt bleiben. Sinn und Zweck langfristigen Investierens ist es, auf lange Sicht am wirtschaftlichen Erfolg von Unternehmen zu partizipieren, das eingesetzte Vermögen zu bewahren und es über die Zeit signifikant zu vermehren.

Deshalb verfolgen wir keine kurzfristigen Kursziele. Kurse schwanken – mal liegen sie über, mal unter dem Wert eines Unternehmens. Langfristig spiegeln sie aber den Wert des Unternehmens wider, weshalb die (verlässliche) Gewinnentwicklung von so zentraler Bedeutung ist. Als langfristige Investoren leben wir mit dieser Volatilität. Kommt Momentum in anderen Börsensegmenten hinzu, können diese Bewertungsdifferenzen auch über längere Zeit bestehen, aber nicht dauerhaft. Trifft hohe unternehmerische Qualität auf tiefere Bewertungen an der Börse, entstehen Chancen.

Apropos Chancen: Vielmehr als die Chancen werden an der Börse aktuell die Risiken gesehen, die sich durch die massiven KI-Investitionen ergeben, insbesondere die der Hyperscaler. Nicht zu Unrecht. Werden die Firmen diese historischen Investitionen erfolgreich monetarisieren können? Sicherlich wird die Antwort von Firma zu Firma sehr unterschiedlich ausfallen müssen. Im vorliegenden Investorenbrief zeigen wir auf, dass Alphabet die Monetarisierung bereits gelingt, und wir zeigen, mit welcher Strategie die Firma das erreicht.

Chancen ergreift auch Rational. Der Weltmarktführer für Profi-Gargeräte aus Landsberg am Lech wächst beständig und erschließt geduldig mit innovativen Produkten neue Märkte. Dies tut das Unternehmen mit einer kerngesunden Bilanz, die auf dem deutschen Kurszettel ihresgleichen sucht.

Wir wünschen Ihnen eine aufschlussreiche Lektüre.





Dominikus Wagner

Dr. Dirk Schmitt

Alphabet: KI treibt schon heute den Gewinn – warum Google weiter massiv investiert



Für Google ist Künstliche Intelligenz kein Zukunftsversprechen. Schon heute verdient das Unternehmen mit KI sehr viel Geld. Das zeigen die jüngsten Geschäftszahlen. Dabei hat Google seine ganze KI-Feuerkraft noch gar nicht voll entfaltet.

- **Google Cloud:** Schon heute hochprofitables Multi-Milliardengeschäft.
- **Google Search:** Wachstumsverlangsamung ist kein Trendbruch.
- **KI-Einsatz:** Langfristige Wertschöpfung statt kurzfristiges Quartalsdenken.

Googles richtige KI-Skalierung startet gerade erst

Die Zahlen von Alphabet waren wieder beeindruckend: 25 % Umsatzwachstum auf 127,6 Mrd. US-Dollar, 30 % mehr operativer Gewinn, steigende Margen – und dennoch reagierte die Börse nach der Veröffentlichung der jüngsten Quartalszahlen zunächst enttäuscht. Nach mehreren herausragenden Quartalen genügte ein weiteres sehr gutes Ergebnis nicht mehr, um die hohen Erwartungen zu erfüllen. Besonders das etwas langsamere Wachstum der Google-Suche und die enormen Investitionen in künstliche Intelligenz sorgten für Skepsis. Aus unternehmerischer Sicht zeigt sich allerdings ein anderes Bild: Google verdient mit künstlicher Intelligenz bereits heute sehr viel Geld, steigert damit seine Profitabilität erheblich und baut zugleich seine Wettbewerbsvorteile massiv aus. Die Geschäftszahlen zum dritten Quartal liefern dafür überzeugende Belege.

Google Cloud: KI ist längst ein hochprofitables Multi-Milliardengeschäft

Besonders bemerkenswert ist die Entwicklung von Google Cloud. Das Umsatzwachstum hat sich über mehrere Quartale hinweg kontinuierlich beschleunigt: von 48 % in Q4 2025 über 63 % und 82 % in Q1 bzw. Q2 2026 auf zuletzt 103 % in Q3 2026. Der Quartalsumsatz hat sich damit binnen eines Jahres auf 30,7 Mrd. US-Dollar mehr als verdoppelt. Noch dynamischer entwickelte sich der operative Gewinn, der sich auf 11,1 Mrd. US-Dollar mehr als verdreifachte. Die operative Marge stieg innerhalb eines Jahres von 23,7 % auf 36,2 %.

Google Cloud wächst also nicht nur außergewöhnlich schnell, sondern wird gleichzeitig erheblich profitabler. Die KI-Investitionen zahlen sich bei Marge und Gewinn bereits aus. Wachstumstreiber sind längst nicht mehr allein Datenspeicherung und die Vermietung von Rechenkapazität. Immer mehr Unternehmen integrieren Googles Gemini-Modelle und KI-Agenten in ihre Geschäftsprozesse. Diese können komplexe Arbeitsabläufe übernehmen und benötigen dafür zusätzliche Rechenleistung und Cloud-Dienstleistungen. Hinzu kommt das Geschäft mit den selbst entwickelten KI-Prozessoren, den sogenannten TPUs, die Google sowohl in seinen eigenen Rechenzentren einsetzt als auch extern anbietet.

Allein in den ersten neun Monaten 2026 hat Google Cloud nach Angaben des Managements bereits KI-Umsätze in Höhe von mehreren zehn Milliarden Dollar erzielt. Der Cloud-Auftragsbestand von 561 Milliarden Dollar, der auch andere Cloudleistungen umfasst, unterstreicht die enorme Nachfrage. Auch die Nutzung der KI-Modelle wächst rasant: Gemini erreicht mittlerweile mehr als eine Milliarde monatliche Nutzer. Damit ist Gemini die 14. Produktplattform mit je über einer Milliarde Nutzern. Über Googles eigene Modell-Schnittstellen werden rund 32 Milliarden Token pro Minute verarbeitet – etwa viermal so viel wie vor einem Jahr.

Die wirtschaftliche Bedeutung dieser Entwicklung wird besonders deutlich, wenn man das Zusammenspiel der verschiedenen Geschäfte betrachtet. Alphabet entwickelt eigene KI-Prozessoren und Modelle, betreibt eine der größten Cloud-Infrastrukturen der Welt und verfügt zugleich über etablierte Plattformen mit Milliarden Nutzern.

Google kann damit auf nahezu allen Ebenen der KI-Wertschöpfungskette Geld verdienen: durch Rechenkapazität, Modelle, Unternehmenssoftware und KI-Agenten, aber auch durch die Verbesserung bestehender Produkte wie Search und YouTube. Zugleich ermöglichen die eigenen Prozessoren und Modelle, Rechenleistung effizienter und kostengünstiger bereitzustellen. Diese vertikale Integration schafft erhebliche Skaleneffekte und stärkt die Wettbewerbsposition.

Google Search: Die Verlangsamung hat vor allem vorübergehende Ursachen

Auch die Entwicklung der Google-Suche beurteilen wir weiterhin positiv. Der Umsatz stieg im dritten Quartal um 12,3 % auf 63,4 Mrd. US-Dollar, nach außergewöhnlich starken 17 % im Vorquartal.

Full-Stack-Geschäftsmodell: Vom Chip bis zum Nutzer

Plattformen	**14 Plattformen mit je über 1 Mrd. Nutzern**
	Eigener Vertriebskanal für neue KI-Funktionen
Cloud	**Google Cloud Platform: Rasantes Wachstum**
	Rechenleistung + KI-Agenten: Auftragsbestand 561 Mrd. USD
KI-Modelle	**Google DeepMind - Gemini-Modelle**
	rund 32 Mrd. Token pro Minute über die Modell-APIs
Eigene Chips	**TPU der 8. Generation: 8t (Training), 8i (Inferenz)**
	NEU: TPU-Systeme auch für Dritte, u. a. Anthropic
Rechenzentren	**Kapazitätsengpässe durch explodierende Nachfrage**
	Capex 2026: rund 200 Mrd. USD

Quellen: Alphabet Q2/Q3 2026 (Geschäftsberichte, Telefonkonferenzen); Stand: 31.10.2026

Die etwas geringere Wachstumsdynamik hat mehrere gut nachvollziehbare Ursachen. Den größten Einfluss hatte nach Angaben des Managements die Währungsentwicklung. Der stärkere US-Dollar dämpfte das berichtete Wachstum, das in lokalen Währungen entsprechend höher ausfiel. Hinzu kommt eine anspruchsvolle Vergleichsbasis: Bereits im Vorjahresquartal waren die Suchumsätze um 15 % gestiegen.

Zwei weitere vorübergehende Faktoren belasteten das Werbegeschäft. Asiatische Händler wie Temu und Shein reduzierten infolge des Wegfalls einer europäischen Zollausnahme für Kleinsendungen ihre Werbeanzeigen (sog. De-minimis-Regelung). Zudem normalisierte sich das im Vorquartal durch die Fußball-Weltmeisterschaft besonders starke Werbegeschäft im Medien- und Unterhaltungsbereich.

Was verdient Google an einer KI-Suche?

Einen vierten Faktor beobachten wir besonders genau. Google hat den KI-Modus seiner Suchmaschine weltweit eingeführt, spielt dort bislang aber weniger Werbung aus als in der klassischen Suche.

Das ist durchaus eine Herausforderung. Bleibt der Werbeerlös je Anfrage im KI-Modus dauerhaft niedriger als in der klassischen Suche, könnte das den Unternehmensgewinn belasten. Schließlich stammt ein wesentlicher Teil der Konzerngewinne aus dem hochprofitablen Suchgeschäft. Allerdings spricht die operative Entwicklung keineswegs für eine strukturelle Schwäche. Die Zahl der Suchanfragen wächst nach Unternehmensangaben so schnell wie seit fünf Jahren nicht mehr – ausdrücklich auch bei kommerziell relevanten Anfragen. Besonders dynamisch entwickeln sich die visuellen Suchanfragen, die inzwischen ein Volumen von mehr als 50 Milliarden pro Monat erreichen.

KI-Suche könnte Werbung langfristig wertvoller machen

Die Umstellung der Suche auf künstliche Intelligenz ist eine Herausforderung, die sich nicht von einem Quartal aufs nächste lösen lässt. Die bisherigen Werbeformate lassen sich nicht einfach auf KI-generierte Antworten und mehrstufige Suchdialoge übertragen.

Google muss Werbung so integrieren, dass sie die Qualität der Suchergebnisse und das Nutzererlebnis nicht beeinträchtigt. Wer zu früh zu viel Werbung ausspielt, riskiert die Zufriedenheit der Nutzer. Wer zu lange wartet, lässt Umsatzpotential ungenutzt. Google hat sich deshalb entschieden, zunächst die geeigneten Formate zu entwickeln und die Monetarisierung anschließend auszuweiten. Bei der Umstellung der Suche vom Desktop auf mobile Endgeräte vor einigen Jahren ging das Unternehmen ähnlich vor. Auch damals nahm Google sich die Zeit, um die neuen Nutzungsmöglichkeiten wirtschaftlich optimal zu erschließen. Die Börse reagierte während dieser Experimentierphase zeitweise mit erheblicher Skepsis und Kursverlusten.

Langfristig erwies sich Googles Vorgehen jedoch als richtig. Auch die heutige KI-Transformation eröffnet neue Möglichkeiten. Suchanfragen im KI-Modus sind durchschnittlich dreimal so lang wie klassische Anfragen. Nutzer stellen komplexere Fragen, präzisieren ihre Wünsche und führen längere Dialoge. Wer beispielsweise eine Urlaubsreise plant und dabei Reiseziele, Budget, Hotelpräferenzen und persönliche Interessen konkretisiert, liefert Google wesentlich genauere Informationen über seine Kaufabsichten als mit einer einzelnen Hotelsuche. Für Werbetreibende können solche Kontakte erheblich wertvoller sein. Ausschlaggebend ist nicht allein die Zahl ausgespielter Anzeigen, sondern deren wirtschaftlicher Nutzen für den Werbekunden.

Erste Erfahrungen in den USA zeigen bereits, dass Google bei bestimmten KI-Anwendungen höhere Monetarisierungsraten als bei der klassischen Suche erreichen kann. Gleichzeitig steigt der Anteil kommerziell relevanter KI-Anfragen. Mit sogenannten Multi-Turn-Ads testet Google inzwischen Werbeformate, die auch im Verlauf mehrstufiger Suchdialoge erscheinen können. Die Versuche werden schrittweise international ausgeweitet.

KI-Agenten werden das Werbegeschäft weiter verändern

Natürlich bestehen auch Risiken. Insbesondere KI-Agenten, die zunehmend selbstständig recherchieren, Produkte vergleichen oder Einkäufe vorbereiten, verändern die Mechanik klassischer Suchmaschinenwerbung. Solche Agenten klicken nicht notwendigerweise auf Anzeigen, wie es menschliche Nutzer tun. Google wird daher auch neue Formen der kommerziellen Vermittlung und Monetarisierung entwickeln müssen.

Allerdings verfügt Alphabet über außergewöhnlich gute Voraussetzungen, diese Transformation erfolgreich zu gestalten: Milliarden Nutzer, eine enorme Reichweite, umfangreiche Erfahrung mit dem Such- und Werbeverhalten sowie eine eigene technologische Infrastruktur.

Vor allem aber kann es sich Google leisten, bei der Entwicklung neuer Werbeformate geduldig vorzugehen. Das bestehende Geschäft erwirtschaftet auch während dieser Phase außerordentlich hohe Gewinne. Der Konzern ist deshalb nicht darauf angewiesen, jede neue KI-Funktion sofort maximal zu monetarisieren. Doch trotz der laufenden KI-Transformation mit dem Austesten neuer Werbeformate steigt die Profitabilität weiter: Die operative Marge des gesamten Geschäftsbereichs Google Services einschließlich YouTube verbesserte sich um 2,2 Prozentpunkte auf 40,7 %. Google verdient also selbst während der grundlegenden Umstellung seines wichtigsten Geschäfts mehr und wird dabei profitabler.

Warum Google weiter massiv investiert

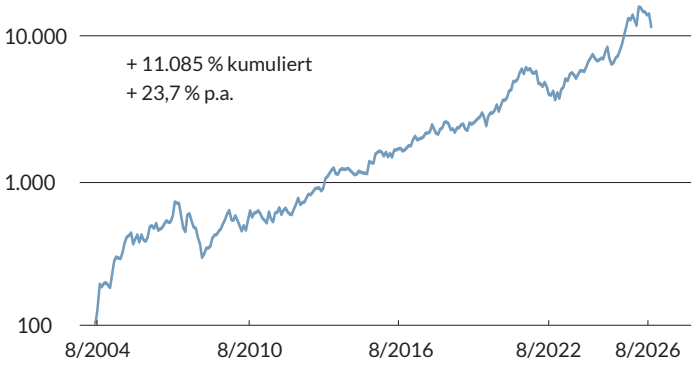
Damit kommen wir zur zweiten großen Sorge vieler Investoren: dem enormen Kapitalbedarf für den Ausbau der KI-Infrastruktur. Allein im dritten Quartal investierte Alphabet 51,4 Mrd. US-Dollar, mehr als doppelt so viel wie ein Jahr zuvor. Für 2026 sind insgesamt Investitionen von rund 200 Mrd. US-Dollar vorgesehen. Im kommenden Jahr dürften sie nochmals deutlich steigen. Der Grund für diese außergewöhnlichen Ausgaben liegt in der extrem hohen Nachfragedynamik. Google kann zusätzliche Rechenkapazität derzeit kaum so schnell bereitstellen, wie sie von Kunden benötigt wird. Neue Kapazitäten sind schon bei ihrer Inbetriebnahme durch langfristige Kundenverträge gebunden; die hohe Nachfrage reicht weit in die Zukunft.

Besonders wichtig ist dabei die Entwicklung der Profitabilität. Google verkauft nicht einfach immer mehr Rechenleistung, sondern erwirtschaftet damit steigende operative Margen. Jedes Watt an Rechenkapazität, das in Betrieb genommen wird, kann Google zu höheren Margen verkaufen. Durch KI erhöht sich die Marge von Google somit ganz massiv. Die enorme Margenausweitung bei Google Cloud zeigt, dass sich der Kapazitätsausbau bislang wirtschaftlich auszahlt.

Darin liegt die unternehmerische Logik der Investitionen: Solange zusätzliche Rechenkapazität auf hohe, langfristig gesicherte Nachfrage trifft und mit steigenden Margen monetarisiert werden kann, lohnt es sich aus unternehmerischer Sicht, weiter zu investieren. Die gegenwärtige Geschäftsentwicklung zeigt, dass diese Voraussetzungen erfüllt sind.

Alphabet

Wertentwicklung seit Börsengang in US-Dollar, 19.08.2004 bis 31.10.2026



Performance (logarithmiert und normiert), Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für zukünftige Entwicklungen.
Quelle: Morningstar Stand: 20.11.2026

Das gilt auch auf Unternehmensebene. Trotz der mit dem Infrastrukturaufbau verbundenen, um rund 49 % gestiegenen Abschreibungen wuchs Alphabets operatives Ergebnis um 30 % auf 40,6 Mrd. US-Dollar und damit schneller als der Umsatz. Die operative Marge verbesserte sich um 1,3 Prozentpunkte auf 31,8 %.

Hinzu kommt eine bemerkenswerte Kostendisziplin: Die Umsatzkosten stiegen um 24 % etwas langsamer als die Erlöse, die operativen Aufwendungen um rund 19 % sogar deutlich langsamer – obwohl Alphabet seine Forschungs- und Entwicklungsausgaben um 36 % erhöhte. Auch der operative Cash Flow bestätigt die steigende Ertragskraft. Bereinigt um Veränderungen des Nettoumlaufvermögens wuchs er um 28 % auf rund 56 Milliarden Dollar. Die operative Cash Flow-Marge erhöhte sich auf 43,9 % nach 42,5 % in Q2 2026. Vor den Investitionen ist Alphabet somit profitabler als je zuvor.

Nach den US-Zwischenwahlen: Widerstand gegen Rechenzentren birgt potenziell Wettbewerbsvorteile

Ein zusätzlicher strategischer Aspekt könnte sich aus dem wachsenden politischen Widerstand gegen neue Rechenzentren ergeben. Nach den jüngsten US-Zwischenwahlen könnten insbesondere wegen steigender Strompreise und lokaler Belastungen weitere Genehmigungen schwieriger werden. Das würde zwar auch Googles Ausbaupläne betreffen, könnte zugleich aber den wirtschaftlichen Wert bereits bestehender oder genehmigter Rechenzentren mit gesicherter Stromversorgung erhöhen. Für etablierte Betreiber wie Google, Microsoft und Amazon wäre dies möglicherweise ein weiterer Wettbewerbsvorteil. Zudem würden die Anreize wachsen, vorhandene Rechenkapazitäten durch effizientere Chips, Modelle und Prozesse noch produktiver zu nutzen.

Der Free Cash Flow wird belastet – aber die starke Bilanz schafft Spielraum

Die hohen Investitionen belasten allerdings den frei verfügbaren Cash Flow erheblich. Im dritten Quartal erreichte der um Veränderungen des Nettoumlaufvermögens bereinigte Free Cash Flow noch 4,6 Mrd. US-Dollar beziehungsweise 3,6 % des Umsatzes nach 5,0 % in Q2. Ohne die Bereinigung der Net-Working-Capital-Veränderungen betrug der berichtete Free Cash Flow minus 9,1 Mrd. US-Dollar. Im Gesamtjahr 2026 könnte der nach unserer Methodik bereinigte Free Cash Flow insgesamt noch leicht positiv ausfallen. 2027 ist dagegen mit einem deutlich negativen Wert zu rechnen.

Eine Szenariorechnung verdeutlicht die Größenordnung: Würde Alphabet seine Investitionen 2027 um die Hälfte auf dann 300 Milliarden Dollar erhöhen und gleichzeitig den um Veränderungen des Nettoumlaufvermögens bereinigten operativen Cash Flow um etwa 30 % auf 260 Mrd. US-Dollar steigern, ergäbe sich ein negativer Free Cash Flow von rund 40 Mrd. US-Dollar. Das ist ausdrücklich eine Annahme, keine Prognose des Unternehmens. Eine solche Entwicklung wäre angesichts der außergewöhnlich hohen Investitionen nicht überraschend. Sie wäre allerdings auch kein Hinweis darauf, dass das operative Geschäft an Ertragskraft verliert.

Ob sich diese Entwicklung 2028 oder darüber hinaus fortsetzt, lässt sich nicht sagen. Aber eines steht fest: Irgendwann kommt der Punkt, an dem Google und andere Hyperscaler ihren KI-Capex zurückfahren werden. Wenn das passiert, werden die Free Cash Flows geradezu explodieren. Das ist seit jeher die ökonomische Rationale der Mega-Tech-Krake Google: sie investieren steigende Cash Flows in immer neue Märkte, erobern diese, und hinterher steigen die Cash Flows noch schneller als zuvor.

Robuste Bilanz trotz Investitionsoffensive

Hinzu kommt die finanzielle Stärke des Konzerns. Die nach unserer Berechnung einschließlich des Nettoumlaufvermögens ermittelte Nettofinanzposition beträgt rund 233,5 Mrd. US-Dollar. Die Eigenkapitalquote liegt bei komfortablen 67,5 %. Selbst ein negativer Free Cash Flow in der beschriebenen Größenordnung wäre mit diesem dicken Finanzpolster gut zu verkraften. Dass Alphabet 2026 auf Aktienrückkäufe verzichtet und Kapital stattdessen in die KI-Infrastruktur investiert, ist unternehmerisch nachvollziehbar. Die Quartalsdividende wurde dagegen um 15,7 % erhöht.

Vor allem aber darf man den heutigen Kapitalbedarf nicht isoliert betrachten. Seit Jahrzehnten gehört es zur wirtschaftlichen Logik von Google, steigende Cash Flows in neue Märkte und zusätzliche Geschäftsmodelle zu investieren, dort starke Marktstellungen aufzubauen und anschließend noch höhere Cash Flows zu erwirtschaften.

Alphabet: Unternehmerisch relevante Finanzkennzahlen Q3 2026

Umsatz	127,6 Mrd. USD	Nettofinanzposition (inkl. Net Working Capital)	234 Mrd. USD
Umsatzwachstum (berichtet)	25 %	Eigenkapital	677,5 Mrd. USD
Operative Marge	31,8 %	Eigenkapitalquote	67,5 %
Free Cash Flow (nwc-bereinigt)	4,6 Mrd. USD	Kapitalverzinsung (RoCe, Basis OCF FY2027e*)	59 %
Free Cash Flow-Marge (nwc-bereinigt)	3,6 %	Enterprise Value (Basis OCF FY2027e*)	≈ 12 x OCF FY2027e

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

* basierend auf einem angenommenen operativen Cash Flow von rund 260 Mrd. USD in 2027 Stand: 31.10.2026

Dieses Muster könnte sich bei der KI-Infrastruktur wiederholen. Die Nachfrage ist vorhanden, die Kapazitäten sind auf längere Sicht stark ausgelastet, und die operative Profitabilität steigt bereits erheblich.

Irgendwann wird auch diese Phase außergewöhnlich hoher Investitionen ihren Höhepunkt überschreiten. Wenn Google den Capex für den weiteren Ausbau der Rechenkapazitäten dann deutlich zurückfährt, während die bereits geschaffene Infrastruktur unverändert hohe und weiter wachsende operative Cash Flows erwirtschaftet, dürften die freien Cash Flows geradezu explodieren.

Wann dieser Punkt erreicht wird, lässt sich nicht verlässlich bestimmen. Die wirtschaftliche Grundlage dafür wird jedoch bereits heute geschaffen.

Bewertung im KI-Boom: Operativer Cash Flow als Maßstab

Alphabet befindet sich im größten Investitionszyklus der Unternehmensgeschichte. Für die KI-Transformation des Geschäftsmodells wird der Operative Cash Flow in diesem Jahr nahezu komplett in den Ausbau der Rechenkapazitäten investiert, eine aus betriebswirtschaftlicher-unternehmerischer Sicht richtige und kluge Entscheidung. Das hat jedoch zur Folge, dass der Free Cash Flow, also der Operative Cash Flow nach Abzug der Investitionen, in 2026 gen null tendieren wird und im nächsten Jahr voraussichtlich deutlich negativ ausfallen dürfte. Dahinter steckt das ökonomische Rational, heute die Grundlagen zu schaffen, um den Free Cash Flow in der Zukunft in ganz neue Dimensionen zu katapultieren.

Entscheidend dabei ist: Der heutige Capex besteht nicht aus Erhaltungsinvestitionen, die notwendig sind, um die bestehende Ertragskraft aufrechtzuerhalten. Im Gegenteil: Es handelt sich um Wachstums- und Erweiterungsinvestitionen, um das Geschäft in völlig neue Dimensionen zu entwickeln. Deshalb ist der aktuelle Free Cash Flow kein Abbild der tatsächlichen Ertragskraft des Geschäftsmodells und darf somit nicht als neuer Normalzustand fortgeschrieben werden. Alphabet befindet sich in einer Übergangsphase, bis sich der Investitionszyklus früher oder später wieder normalisieren wird.

Wenn das Geschäftsmodell dann seinen neuen eingeschwungenen Zustand erreicht, wird sich Alphabet unseres Erachtens auf einem neuen, noch viel höheren und noch viel profitableren Wachstumspfad befinden. Bis dahin ist der Free Cash Flow keine sinnvolle Bezugsgröße für eine unternehmerisch sinnvolle Bewertung von Alphabet. Der operative Cash Flow dagegen misst, wie viel Cash das bestehende Geschäft erwirtschaftet, bevor über dessen Verwendung entschieden wird. Die Frage nach der Ertragskraft und der Monetarisierung der KI-Investitionen wird von der Frage nach der Kapitalallokation getrennt.

Um Alphabet in der aktuellen Phase zu bewerten, setzen wir deshalb den Enterprise Value ins Verhältnis zum Operativen Cash Flow. Auf Basis der Annahme eines Operativen Cash Flows von rund 260 Mrd. US-Dollar im nächsten Jahr ergibt sich hierbei ein Enterprise Value in Höhe des rund 12-Fachen. Das liegt deutlich unter dem Multiple von rund 15 auf Basis der letzten 12 Monate und von rund 22 per Ende 2025.
Die Bewertung auf Basis des Multiples Enterprise Value zu operativer Cash Flow ist somit getrieben durch das rasante Cloud-Wachstum in den letzten Monaten weiter gesunken.

Fazit: Langfristige Wertschöpfung statt kurzfristiger Quartalserwartungen

Wir betrachten Alphabet nicht als kurzfristige Wette auf den KI-Boom, sondern als Beteiligung an einem Unternehmen mit hoher Innovationskraft, tiefen Wettbewerbsvorteilen und außergewöhnlicher Ertragsstärke.

Die Transformation der Google-Suche ist anspruchsvoll, bietet aber erhebliche Möglichkeiten, das bestehende Werbegeschäft weiterzuentwickeln. Google Cloud demonstriert bereits heute, wie dynamisch KI-Umsätze und operative Gewinne wachsen können. Zugleich verbindet Alphabet eigene Prozessoren, Modelle, Infrastruktur und Plattformen zu einem Ökosystem, das nur wenige Wettbewerber in vergleichbarer Weise besitzen.

Aus unserer Sicht ist die Frage deshalb längst nicht mehr, ob Alphabet mit künstlicher Intelligenz Geld verdienen kann. Das beweist das Unternehmen bereits heute. Die eigentliche unternehmerische Frage lautet, wie stark die heutigen Investitionen Alphabets zukünftige Ertragskraft und Wettbewerbsposition erhöhen – und welche zusätzlichen freien Cash Flows daraus langfristig entstehen.

Die jüngsten Geschäftszahlen liefern gute Gründe für die Zuversicht, dass Alphabet durch KI nicht nur größer, sondern dauerhaft auch wirtschaftlich noch stärker werden wird.

Rational macht langfristig Appetit auf mehr

Rational lieferte im dritten Quartal Zahlen ab, nach denen sich andere sehnen: grundsolide und hochprofitabel, selbst bei zeitweise verlangsamtem Wachstum. Beim Free Cash Flow beweist das Unternehmen seine absolute Ausnahmestellung.

- **Langfristiges Wachstumspotential** auf hohem Niveau.
- **Lukrative Margen** dank Technologieführerschaft und Preissetzungsmacht.
- **Lupenreine Bilanz** mit beeindruckender Eigenkapitalquote von 77,3 %.

Rational meistert permanenten Anpassungsdruck

Seit über zwei Jahrzehnten zählt Rational zu den verlässlichsten Gewinnmaschinen auf dem deutschen Kurszettel. Der Technologie- und Weltmarktführer für Profi-Garsysteme verfügt über ein erstklassiges Geschäftsmodell mit „tiefem Burggraben" und einer starken Marktposition. Die logische Folge: Verlässlich starkes Wachstum, hohe Margen und robuste Gewinne sowie eine Bilanzqualität, von der andere Unternehmen nur träumen können. Was dabei oft übersehen wird: Der Gastronomiemarkt wandelt sich grundlegend. Essgewohnheiten verändern sich, Energie und Lebensmittel werden teurer, Fachkräfte knapper. Das sorgt für permanenten Anpassungsdruck bei Profiküchen, in denen aber oftmals noch sehr traditionelle und manuelle Abläufe dominieren. Für den „Langweiler aus Landsberg" bedeutet das auf lange Sicht weiteres, enormes Wachstumspotential, selbst in Märkten, in denen der Kombidämpfer schon seit Jahren und Jahrzehnten etabliert ist. Hinzu kommen Märkte wie z.B. China, in denen sich professionelle Gargeräte erst noch durchsetzen müssen.

Profiküchen stehen weltweit vor Herausforderungen

Die Welt wandelt sich. Das ist auch in den Profi-Küchenbetrieben von Restaurants, Hotels oder Krankenhäusern und Pflegeeinrichtungen zu spüren. Fachkräftemangel, steigender Kostendruck, Qualitätssicherung und Digitalisierung – in unterschiedlicher Ausprägung treffen die eng miteinander verknüpften Belastungen Profiküchen weltweit. Die jüngste Online-Umfrage „Kitchen Barometer 2026" von Statista ergab, dass die drei wichtigsten Einflussfaktoren für Profiküchen derzeit steigende Energiepreise, Inflation und allgemeines Preisniveau sowie die Verfügbarkeit von Fachkräften sind.

Die steigenden Energie- und Wartungskosten erzwingen in Profiküchen einen Wandel. Viele Betreiber überdenken derzeit ihren Gerätebestand und prüfen, wo sich effizientere Lösungen einsetzen lassen. Der Fachkräftemangel führt zu einer erhöhten Arbeitslast im Team, zu höherer Mitarbeiterfluktuation und zu längeren Wartezeiten für die Gäste. Besonders spürbar sind die Auswirkungen laut Umfrage in Frankreich, Deutschland und Japan. Verstärkt wollen Küchenchefs hier auf technische Lösungen zurückgreifen, um diesen Kreislauf zu durchbrechen. Plus: Die zunehmende Digitalisierung macht auch vor den Profiküchen nicht halt, der Transformationsdruck steigt. Laut „Kitchen Barometer" verfügen nur 35 % der befragten Betriebe über eine vollständig digital integrierte Systemlandschaft.

Das „Kitchen Barometer" zeigt auf, dass sich die Profiküchen weltweit an einem Wendepunkt befinden: Was heute operativ bei der Neuausstattung von Profiküchen entschieden und umgesetzt wird, kann darüber bestimmen, welche Betriebe morgen besonders resilient aufgestellt sind. Zudem zeigt es das riesige Potential für innovative Garsysteme auf, das langfristig weltweit im Markt für Profiküchen steckt, zumal die genannten Herausforderungen von Dauer sein dürften.

Ein wichtiger Aspekt für eine erfolgreiche Transformation in Profiküchen ist das Vertrauen in die Qualität der eingesetzten Technik. Hier punktet Rational: Der Technologie- und Weltmarktführer ist bei Köchen äußerst beliebt, Zufriedenheitswerte und Kundentreue sind enorm hoch, entsprechend hoch ist das langfristige Wachstumspotential für Rational in allen Absatzregionen. Plus: Selbst in Europa und den USA, den Hauptmärkten von Rational, ist die Marktdurchdringung noch längst nicht ausgeschöpft.

Die aktuelle Geschäftsentwicklung bestätigt unsere Investmentthesen. Im abgelaufenen dritten Quartal erhöhte sich der Umsatz dieses Mal zwar leicht langsamer. Das organische Umsatzwachstum bewegt sich jedoch im geschäftsmodelltypischen Normalbereich, den das Unternehmen über lange Zeit verlässlich erreicht. Die ope-

rative Marge verbesserte sich durch einen Sondereffekt leicht, weil nach der Senkung der US-Importzölle zuvor gebildete Rückstellungen aufgelöst werden konnten. Der echte Unternehmensgewinn in Form des freien Barmittelzuflusses fiel gewohnt stark aus und auch die Bilanzqualität lässt wie üblich keine Wünsche offen.

In der Fähigkeit, regelmäßig hohe freie Cash Flows zu erzielen, zeigt sich, was wir unter einem robusten Geschäftsmodell verstehen. Nicht jedes Quartal muss neue Rekorde liefern, die Substanz des Unternehmens muss stetig weiter wachsen.

Regionen: Besonders dynamisches Wachstum in Lateinamerika

Regional war der deutsche Markt der Haupttreiber des Geschäfts: Hier legte der Umsatz um 10 % auf 38,1 Mio. Euro zu. Auch in Europa (ex Deutschland), dem größten Absatzmarkt von Rational, wuchs das Geschäft sehr solide um 7 % auf 137,4 Mio. Euro. In den USA und Kanada stieg der Umsatz ebenfalls um 7 % auf 81,4 Mio. Euro. Besonders dynamisch entwickelte sich Lateinamerika mit einem Plus von 21 % auf 26,4 Mio. Euro. Das Geschäft in Asien war dagegen rückläufig: Der Umsatz ging um 6 % auf 32,3 Mio. Euro zurück. In der Region „Übrige Welt" blieb er mit 16,5 Mio. Euro nahezu unverändert (+1 %).

Während Rational also auf seinen großen Absatzmärkten in Europa, in den USA sowie in Lateinamerika und in den meisten anderen Schwellenländern solide wächst, hat das Geschäft in zwei größeren Märkten Asiens schwächer abgeschnitten. In Japan, sonst ein Wachstumsgeschäft für Rational, hat ein Vertriebspartner im dritten Quartal nach starkem erstem Halbjahr weniger Geräte bestellt. Das sollte also eine temporäre Schwäche sein. Im laufenden vierten Quartal legen die Auftragseingänge aus Japan bereits wieder gut zu. Dagegen entwickelt sich das Geschäft in China schon länger verhalten. Im dritten Quartal bremsten dort zudem reduzierte Bestellungen von KFC, das sich bei einem Teil der Neugeräte für einen Wettbewerber entschieden hat.

Rational: Geschäftsverlauf in Q3 2026

	Wert (Mio. Euro)	Veränderung
Umsatz Q3/26	332,2	+6 % organ. Wachstum
Umsatz 9 Monate	973,7	+7 % organ. Wachstum
iCombi	291,7	+7 %
iVario	40,4	+4 %
Deutschland	38,1	+10 %
Europa (ex Deutschland)	137,4	+7 %
USA/Kanada	81,4	+7 %
Lateinamerika	26,4	+21 %
Asien	32,3	-6 %
Übrige Welt	16,5	+1 %

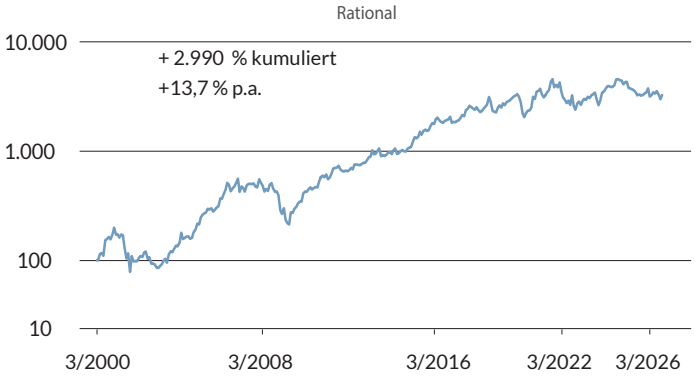
Quelle: Quartalsbericht Rational — Stand: 31.10.2026

Hauptumsatztreiber erneut „iCombi Pro"

Der Umsatz wuchs im dritten Quartal organisch um 6 % auf 332,2 Mio. Euro; in den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres steht ein organisches Umsatz-Plus von 7% auf 973,7 Mio. Euro zu Buche. Das Hauptgeschäft mit den „iCombi"-Geräten wuchs um 7 % auf 291,7 Mio. Euro. Dabei bleibt das Premium-Modell „iCombi Pro" der Wachstumstreiber; das kleinere „iVario"-Geschäft wuchs nach einem stärkeren ersten Halbjahr diesmal etwas verhaltener um 4 % auf 40,4 Mio. Euro. Als ein wichtiger, gut planbarer Wachstumstreiber erwies sich erneut in beiden Gerätegruppen das After-Sales-Geschäft mit Zubehör, Pflegeprodukten, Ersatzteilen und Dienstleistungen. Darauf entfielen im dritten Quartal 31 % des Konzernumsatzes. Mit der Zahl der eingesetzten Rational-Geräte wächst verlässlich auch der Bedarf an Pflegeprodukten und Ersatzteilen.

Rational

Wertentwicklung seit Börsengang in EUR, 06.03.2000 bis 31.10.2026



Performance (logarithmiert und normiert), Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für zukünftige Entwicklungen.
Quelle: Morningstar — Stand: 20.11.2026

Vertriebsstart des „iCombi One" in China

Rational will auf dem chinesischen Markt mit einem für die spezifischen Bedürfnisse und Zubereitungsarten der chinesischen Küche konzipierten „iCombi One" weitere Marktanteile gewinnen. Der Kombidämpfer wurde in China entwickelt und wird in Suzhou, China, in einer neuen Fabrik von Rational hergestellt, der ersten Produktionsstätte Rationals außerhalb Europas. Die Vermarktung startete in diesem Frühjahr, zu den Auftragseingängen und zum Umsatz hat Rational bisher noch nichts mitgeteilt.

Preispolitik und Auftragsbestand

Im Oktober hat Rational die Preise für etwas mehr als die Hälfte des Konzernumsatzes um 2,9 % erhöht. Davon ausgenommen sind Reinigungsmittel, Zubehör und Ersatzteile. Bereits im Februar wurden die Preise auf dem US-Markt erhöht, hier gab es nun keine weiteren Veränderungen. Die Gründe für die Preiserhöhungen sind gestiegene Kosten für Vorprodukte, insbesondere Stahl, Elektronikbauteile und Chemikalien sowie höhere Preise für Energie und Logistik. Die bereits im September angekündigten Preiserhöhungen lösten einen erwartbaren Vorzieheffekt aus, weil Kunden die Gelegenheit nutzten und Geräte noch zu alten Konditionen bestellten. Dadurch stieg der Auftragsbestand um rund 30 Mio. Euro gegenüber dem zweiten Quartal; umsatzwirksam wurden die Bestellungen im Berichtsquartal aber noch nicht, weil die meisten Geräte erst im

Rational: Unternehmerisch relevante Finanzkennzahlen Q3 2026

Umsatz	332,2 Mio. EUR	Nettofinanzposition (inkl. Net Working Capital)	633,6 Mio. EUR
Umsatzwachstum	6 %	Eigenkapital	915,2 Mio. EUR
Operative Marge (bereinigt)	26,4 %	Eigenkapitalquote	77,3 %
Free Cash Flow (inkl. IFRS 16)	65,5 Mio. EUR	Kapitalverzinsung (RoCe)	~ 96 %
Free Cash Flow-Marge	19,7 %	Enterprise Value	~ 24 x FCF FY2026e

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für zukünftige Entwicklungen.
Quelle: Geschäftsbericht Rational, Berechnungen Wagner & Florack Stand: 31.10.2026

vierten Quartal ausgeliefert werden.

Free Cash Flow bestätigt Ertragskraft von Rational

Die operative Marge profitierte im dritten Quartal von der Auflösung zollbedingter Rückstellungen. Mit 27,4 % lag sie um 100 Basispunkte höher, als es ohne diesen Effekt der Fall gewesen wäre. Doch auch bereinigt um diesen Sondereffekt kann sich das Ergebnis sehen lassen: Die bereinigte operative Marge verbesserte sich um 50 Basispunkte auf 26,4 % und lag damit leicht über dem Wert des Vorjahresquartals. Der Anstieg geht hauptsächlich auf sonstige Erträge zurück.

Der Free Cash Flow bestätigt die Ertragskraft von Rational. Bereinigt um die Veränderungen des Umlaufvermögens und inklusive der Finance Leases nach IFRS 16 stieg er im dritten Quartal um 4,2 % auf 65,5 Mio. Euro. Das entspricht einer Free Cash Flow-Marge von 19,7 %, die damit um 40 Basispunkte unter dem Vorjahreswert liegt, sich aber auf dem gewohnt hohen Niveau bewegt. Die Cash Conversion Rate erreichte 94,2 %. Der Free Cash Flow lag also leicht unter dem Nachsteuerergebnis, weil Rational mit 9 Mio. Euro etwas mehr investierte. Aus demselben Grund erreichte die Free Cash Flow-Marge nach neun Monaten 19,9 % bei einer Cash Conversion Rate von 96,2 %.

Kerngesunde Bilanz, Bewertung im unteren Bandbreitenbereich

Die Bilanz von Rational lädt immer wieder zum Staunen ein. Einschließlich des Nettoumlaufvermögens und der Pensionsverpflichtungen beträgt die Nettofinanzposition 633,6 Mio. Euro. Das ist das 2,3-Fache des für das Geschäftsjahr erwarteten Free Cash Flows und entspricht 53,6 % der Bilanzsumme. Das Eigenkapital stieg um 5,1 % auf 915,2 Mio. Euro, die Eigenkapitalquote liegt bei 77,3 %. Für das laufende Geschäftsjahr beträgt die Rendite auf das eingesetzte Gesamtkapital (RoCe) rund 96 %. Eine solche, fast dreistellige Verzinsung des eingesetzten Kapitals ist außergewöhnlich.

Der Enterprise Value liegt beim rund 24-Fachen des für das Geschäftsjahr 2026 erwarteten Free Cash Flows. Damit bewegt sich die Bewertung im unteren Bereich der üblichen Bandbreite, weil der Aktienkurs seit gut einem Jahr nicht so richtig vorwärtskommt. Möglicherweise wartet „der Markt" auf eine Belebung des China-Geschäfts und will auch in anderen Vertriebsregionen wieder etwas dynamischeres Wachstum sehen. Ungeachtet des aktuell leicht eingebremsten Wachstums ist das organische Wachstum unternehmensweit aber grundsolide, zumal man berücksichtigen muss, dass das neue Spitzengerät „iHexagon" noch nicht lange im Vertrieb ist.

Das Gerät verkürzt die Garzeiten weiter, indem es mit dynamischen Luft- und Wärmeströmen Dampf, Heißluft und Mikrowelle auf allen sechs Einschüben intelligent aufeinander abstimmt. Außerdem ist Rational mit dem „iCombi One", dem Garsystem für die chinesische Küche, erst kürzlich auf den Markt gegangen. Dieser Markteintritt sollte sich in Zukunft auszahlen. In beiden Fällen ist Geduld gefragt, die sich Rational leisten kann.

Ausblick auf das vierte Quartal

Bei der Prognose für das Umsatzwachstum im vierten Quartal ist Rational angesichts des extrem starken Vorjahresquartals etwas vorsichtiger und geht von einem organischen Wachstum im niedrigen einstelligen Bereich aus. In Asien rechnet Rational mit einem niedrigeren Volumenwachstum, vor allem in China.

Für das volle Geschäftsjahr ist Rational hingegen etwas optimistischer und erwartet wegen niedrigerer Rückstellungen für US-Importzölle 26 % bis 27 % operative Marge auf EBIT-Basis (nach zuvor erwarteten 25 % bis 26 %). Zuletzt hatten die USA die Importzölle im zweiten Quartal von 25 % auf 15 % gesenkt, so dass die produktbezogenen Kosten (Cost of Goods Sold) sinken und die operative Marge steigt.

Fazit: Weltmarktführer mit innovativen Lösungen

Der Fachkräftemangel, steigende Preise und zunehmende Digitalisierung erhöhen den Transformationsdruck in Profiküchen. Rational bietet hier als Weltmarktführer mit seinen Produkten innovative Lösungen an. Mit dem „iHexagon" und dem für den chinesischen Markt entwickelten „iCombi One" weitet Rational den Vertrieb aus. Nach einem starken ersten Halbjahr verlangsamte sich das organische Wachstum im dritten Quartal etwas. An den langfristig hochattraktiven Wachstumschancen ändern solche Quartalsschwankungen indes nichts. Der Margenanstieg resultiert zwar vor allem aus einem zollbedingten Sondereffekt, doch der Free Cash Flow belegt die nachhaltige Ertragskraft der Firma. Kurzum: Rational ist und bleibt eine robuste Gewinnmaschine in unserem Portfolio.

Ihre Ansprechpartnerin



Sabine Schumann
Tel.: +49 (0) 228 94 59 58 6-0
Mobil: +49 (0) 1511 4 74 40 00
schumann@unternehmerfonds.de

Mehr zu unseren Fonds

Mehr Informationen zum
Wagner & Florack Unternehmerfonds:



Mehr Informationen zum
Wagner & Florack Unternehmerfonds flex:



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

unternehmerfonds.de

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: Seiten 1, 4: Adobe Stock; Seiten 3, 12: Wagner & Florack

Stand: 23.11.2026