

THE QUALITY PULSE

EINE ERKENNTNIS. EINE PERSPEKTIVE. JEDE WOCHE.

AUSGABE 03

25. SEPTEMBER 2026

6 MIN. LESEZEIT

Der Preis von Qualität

Wann wird ein grossartiges Unternehmen zu einer schlechten Investition?

In der Kapitalanlage werden zwei Fragen oft verwechselt: Ist es ein hervorragendes Unternehmen? Und ist es zum heutigen Preis auch eine hervorragende Investition?

Quality-Investoren richten den Blick naturgemäss auf das Unternehmen selbst: nachhaltige Wettbewerbsvorteile, hohe Kapitalrenditen, solide Bilanzen, verlässliche Cashflows und attraktive Reinvestitionsmöglichkeiten. Doch Qualität allein entscheidet nicht immer über die Rendite. Entscheidend ist, welchen Preis man dafür bezahlt.

Im Preis spiegeln sich bereits Erwartungen an künftiges Wachstum, Margen, Reinvestitionsmöglichkeiten und vor allem an die Dauer überdurchschnittlicher Wettbewerbsvorteile oder Profitabilität. Deshalb kann sich ein Unternehmen operativ weiterhin stark entwickeln und seinen Aktionären dennoch enttäuschende Renditen liefern. Dafür muss das Geschäftsmodell nicht scheitern. Es reicht, wenn die Realität hinter den hohen Erwartungen zurückbleibt, die im Kurs bereits eingepriesen sind.

QUALITÄT VERDIENT EINE PRÄMIE – ABER KEINE UNBEGRENZTE.

DAS GESCHÄFT WUCHS. DIE INVESTITION SCHRUMPFTE.

Adobe liefert dafür ein aktuelles, klares Beispiel. Im Geschäftsjahr 2021 entsprach das Unternehmen nahezu der Lehrbuchdefinition eines Quality-Unternehmens: führend bei Kreativsoftware, überwiegend abonnementbasiert, wiederkehrende Erlöse, aussergewöhnliche Margen und geringe Kapitalintensität.

Der Umsatz erreichte \$15.8 Mrd., die Bruttomarge rund 88%, der GAAP-Gewinn je Aktie \$10.10. Ende 2021 wurde die Aktie zum rund 57-fachen des GAAP-Gewinns des Geschäftsjahres gehandelt. Investoren zahlten nicht einfach für das bereits bestehende, exzellente Geschäft. Sie zahlten für die Zukunft.



INVESTMENT TAKEAWAY

Ein Preis ist kein Etikett, sondern ein Bündel von Erwartungen. Er bestimmt, wie viel ein Unternehmen liefern muss, damit der Käufer von heute eine akzeptable Rendite erzielt.

Adobe ist nicht kollabiert. Nach den im September 2026 angehobenen Zielen für das Geschäftsjahr 2026 erwartet das Unternehmen einen Umsatz von \$26.58–26.63 Mrd. und einen GAAP-Gewinn je Aktie von \$18.12–18.17. Werden diese Ziele erreicht, ist der Umsatz seit dem Geschäftsjahr 2021 um rund 68% gestiegen und der Gewinn je Aktie um rund 81%. Dennoch lag der Aktienkurs am 21. September 2026 bei \$249.52 und damit rund 56% unter seinem Schlusskurs von Ende 2021.

+68%

Umsatz Geschäftsjahr 2021 → 2026:
\$15.8 Mrd. → \$26.58–26.63 Mrd.

QUELLE: ADOBE [1], [2]

+81%

GAAP-Gewinn je Aktie:
\$10.10 → \$18.12–18.17

QUELLE: ADOBE [1], [2]

–56%

Aktienkurs 31.12.2021 → 21.09.2026:
\$567.06 → \$249.52

QUELLE: MARKTDATEN [3]

56.6x

Bewertung Ende 2021 auf den
GAAP-Gewinn 2021

QUELLE: HQAM [6]

Das Unternehmen hat geliefert. Die Investition hat enttäuscht.

DER PREIS IST DIE SUMME ALLER ERWARTUNGEN

Die übliche Debatte darüber, ob 20x, 30x oder 40x Gewinn «teuer» ist, greift zu kurz. Ein Multiple ist keine Bewertungsthese, es ist das Ergebnis der Erwartungen, die der Markt an Wachstum, Qualität und Zukunft stellt.

Die letzte Ausgabe des Quality Pulse hat gezeigt: Wachstum schafft nur dann Wert, wenn ein Unternehmen Kapital zu Renditen oberhalb seiner Kapitalkosten reinvestieren kann. Die entscheidende Frage bleibt jedoch offen: Wie lange gelingt das?

Ein kapitalarmes Unternehmen, das attraktiv wächst, zu hohen Grenzrenditen reinvestiert und dies über Jahrzehnte tun kann, sollte rational ein deutlich höheres Multiple tragen als ein kapitalintensives Geschäft mit begrenzten Wachstumschancen. Die bessere Frage lautet: Was muss dieses Unternehmen liefern, damit ein Investor zum heutigen Preis eine akzeptable Rendite erzielt?

Die Antwort hängt vom Ausmass der Chance, der Ökonomie des künftigen Wachstums und von dessen Dauer ab. Mauboussin und Callahan nennen das letzte Element die Competitive Advantage Period: die Zeitspanne, über die ein Unternehmen einen positiven Abstand zwischen ROIC und Kapitalkosten halten kann. Zwei Unternehmen mit heute ähnlicher Ökonomie können radikal unterschiedlich viel wert sein, wenn das eine drei Jahre und das andere zwanzig Jahre lang zu überlegenen Renditen reinvestieren kann.[4]



WAS VERLANGTE ADOBES PREIS?

Statt eine präzise Fair-Value-Schätzung vorzutauschen, lässt sich die Frage umkehren. Ein Investor kauft Adobe zum rund 56.6-fachen GAAP-Gewinn 2021 und verlangt 10% Rendite pro Jahr. Wie schnell hätte der Gewinn je Aktie wachsen müssen, wenn sich die Bewertung mit der Zeit normalisiert?

ERFORDERLICHES GEWINNWACHSTUM P. A.	AUSSTIEG 20x	AUSSTIEG 25x	AUSSTIEG 30x
5 Jahre	35.4%	29.5%	24.9%
10 Jahre	22.1%	19.4%	17.2%
15 Jahre	17.9%	16.2%	14.8%

Illustrative Rechnung: Kauf zum 56.6-fachen GAAP-Gewinn 2021, Zielrendite 10% p. a., Ausstiegs-Multiple gemäss Spalte. Keine Aussage über die tatsächlichen Markterwartungen von 2021.

QUELLE: HQAM / THE QUALITY PULSE, EIGENE BERECHNUNG [6]

BEI SEHR HOHEN BEWERTUNGEN WIRD DIE DAUER ZUM TEIL DER WETTE.

ADOBE MUSSTE NICHT SCHEITERN

Drei Dinge veränderten sich. Das Wachstum normalisierte sich gegenüber dem aussergewöhnlichen Tempo von 2021. Generative KI erhöhte die Unsicherheit über die künftige Struktur kreativer Arbeitsabläufe und damit über die Dauer von Adobes Wettbewerbsvorteil. Und die geforderte Rendite auf langlaufende Vermögenswerte stieg mit den Zinsen. Keine dieser Entwicklungen verlangte, dass Adobe ein schlechtes Unternehmen wird. Ein Burggraben muss nicht verschwinden, damit seine Bewertung fällt; es genügt, dass seine erwartete Dauer kürzer wird.

QUALITÄT ZUM RICHTIGEN PREIS

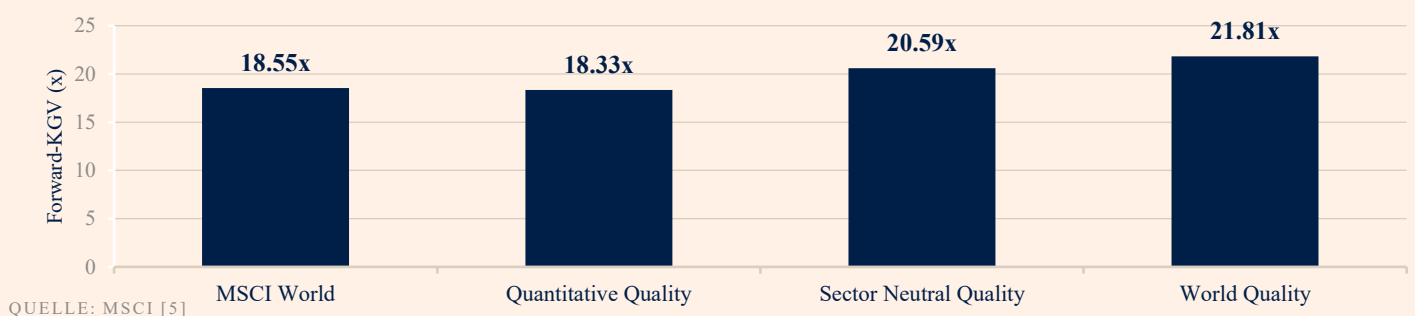
DIE ANDERE SEITE DER BEWERTUNGSGESCHICHTE

Adobe zeigt, warum Bewertungsdisziplin zählt, wenn der Markt einem aussergewöhnlichen Geschäft einen sehr hohen Preis zuweist. Disziplin muss aber in beide Richtungen wirken. Wenn überlegene Unternehmen eine Prämie verdienen, weil sie höhere Kapitalrenditen erzielen, stärkere Bilanzen tragen und länger reinvestieren können, lautet die relevante Frage: Wie gross ist diese Prämie und welche Erwartungen stecken darin?

WIE GROSS IST DIE QUALITÄTSPRÄMIE HEUTE?

Es gibt kein einheitliches «Quality-Multiple». Per 31. August 2026 wurde der MSCI World zum 18.55-fachen der erwarteten Gewinne gehandelt. Je nach Quality-Methodik reichte die Prämie von praktisch null bis rund 18%: MSCI World Quantitative Quality lag mit 18.33x leicht unter dem Markt, Sector Neutral Quality mit 20.59x rund 11% darüber, der Standard-Index MSCI World Quality mit 21.81x rund 18% darüber.

Erwartete Gewinne (Forward P/E), Kennzahlen per 31. August 2026.



Entscheidend ist die Streuung. Je nach Portfoliokonstruktion, Sektorallokation und Definition von «Qualität» fällt auch das Bewertungsbild unterschiedlich aus. Die belastbare Aussage lautet deshalb nicht: «Qualität ist günstig.» Sondern: Die Bewertungsprämie ist momentan sicherlich auf einem attraktiven Niveau.

WANN IST EINE PRÄMIE ATTRAKTIV?

Eine Prämie ist nicht automatisch ein Bewertungsproblem. Wenn ein Unternehmen strukturell höhere Kapitalrenditen erzielt, geringeres finanzielles Risiko trägt und länger zu attraktiven Raten reinvestieren kann, wäre dasselbe Multiple wie beim Durchschnittsunternehmen selbst erklärungsbedürftig. Der relevante Vergleich ist deshalb nicht Prämie gegen keine Prämie, sondern Prämie gegen ökonomischen Vorteil. Eine Bewertungsprämie von 10–15% kann vollkommen rational sein, wenn überlegenes Gewinn- und Cashflow-Wachstum anhält. Und selbst eine bescheidene Prämie kann zu hoch sein, wenn der Burggraben erodiert oder die Grenzrenditen sinken.

WORAUF SOLLTE EIN QUALITY-INVESTOR HEUTE ACHTEN?

Das attraktivste Setup ist nicht einfach «Qualität zu tiefem KGV». Es ist ein Unternehmen, z.B. dessen ROIC nachhaltig über den Kapitalkosten liegt, das weiterhin zu attraktiven Renditen reinvestieren kann, über eine robuste Bilanz und anhaltenden Wettbewerbsvorteile verfügt und dessen Bewertung dennoch keinen nahezu perfekten Geschäftsverlauf voraussetzt.

In dieser Situation kann das Geschäft den grössten Teil der Arbeit übernehmen. Der Investor braucht keine heroische Multiple-Ausweitung: Gewinnwachstum, Cash-Generierung und Reinvestition können die Rendite tragen.

Das ist das Spiegelbild von Adobe im Jahr 2021. Damals verlangte ein sehr hohes Ausgangs-Multiple, dass aussergewöhnliche Ökonomie sehr lange anhält. Heute bietet ein Teil des Quality-Universums eine ausgewogenere Gleichung: überlegene Ökonomie, ohne dass der Preis dafür offensichtlich extrem wäre.

THE PULSE



Qualität verdient eine Prämie. Die Frage ist, wie gross. Adobe zeigt die Gefahr eines Preises, der aussergewöhnliche Leistung über zu lange Zeit verlangt. Der heutige Quality-Markt ist differenzierter: Je nach Indexkonstruktion reicht die Prämie auf die erwarteten Gewinne von nahezu null bis rund 18%.

Das macht Qualität nicht automatisch günstig. Bewertungsdisziplin muss aber in beide Richtungen wirken: gegen überzogene Erwartungen schützen, wenn die Prämie gross ist – und die Gelegenheit erkennen, wenn überlegene Ökonomie zu einem vernünftigen Preis verfügbar ist.

Qualität bestimmt, wie viel Wert ein Unternehmen schaffen kann. Die Dauer bestimmt, wie lange es das kann. Der Preis bestimmt, wie viel davon beim Investor ankommt.

QUELLEN

1. Adobe Inc. (2021), Form 10-K Geschäftsjahr 2021 – Umsatz \$15.8 Mrd., GAAP-Gewinn je Aktie \$10.10
2. Adobe Inc. (2026), Ergebnisse Q3 Geschäftsjahr 2026 und Ziele für das Geschäftsjahr 2026 – Umsatz \$26.5–26.6 Mrd., GAAP-Gewinn je Aktie \$17.90–18.00
3. Kursdaten: 31. Dezember 2021 \$567.06, 21. September 2026 \$249.52 – S&P Global Market Intelligence via StockAnalysis
4. Mauboussin, M. & Callahan, D. (2026), «Competitive Advantage Period: The Neglected Value Driver», Morgan Stanley Investment Management, 14. April 2026
5. MSCI (2026), Index-Kennzahlen MSCI World sowie Quantitative Quality, Sector Neutral Quality und Quality – per 31. August 2026; Methodiken unterscheiden sich
6. HQAM / The Quality Pulse (2026), Reverse-Bewertungsrechnung und Indexierung – eigene Berechnungen, illustrativ



DISCLAIMER:

This document has been prepared solely for information and advertising purposes and does not constitute a solicitation offer or recommendation to buy or sell any investment product or to engage in any other transactions