

Wir investieren in Gewinner. Das bedeutet, dass wir in starke Unternehmen investieren, die mit nachhaltigen Geschäftsmodellen, soliden Bilanzen und hohen Margen einen Mehrwert für ihre Anteilseigner schaffen. Wir halten die Risiken klein und investieren dann, wenn unser Engagement von einem positiven Ereignis beflügelt wird. Wir nennen das die Kombination aus Value und Event.

Microsoft Corporation

Das im Jahr 1975 gegründete Unternehmen aus Redmond, USA, ist der bedeutendste Softwarehersteller der Welt. Mit einem Anteil von über 90% dominiert Microsoft den Markt für Computer-Betriebssysteme. Das Quasi-Monopol macht es möglich, neue Entwicklungen wie z.B. Office-Anwendungen schnell im Markt zu verbreiten. Im abgelaufenen Geschäftsjahr erzielten die beiden Segmente Betriebssysteme und Office jeweils ein operatives Ergebnis von 12 Mrd. USD. Sie bilden die Basis eines hochprofitablen Unternehmens, das über eine EBIT-Marge von 40% verfügt und aus jedem erlösten USD einen freien Cashflow von 30 Cent erzielt. Zuletzt setzte Microsoft 62 Mrd. USD im Jahr um.

Im Wettbewerb um die Vormachtstellung bei mobilen Endgeräten und deren Betriebssystem konkurrieren Apple, Google, RIM und Microsoft. Während Apple (iPhone, iPad) und Google (Android) in der Gunst der Konsumenten mit einem hohen Marktanteil vorausziehen, hinkt Microsoft scheinbar abgeschlagen hinterher. Unseres Erachtens werden Microsofts Fähigkeiten unterschätzt, sich in neuen Märkten durch beharrliche Investitionen zu etablieren. Die neue Microsoft-Plattform Windows Phone 7 sollte durch das Smartphone-Bündnis mit Nokia Marktanteile gewinnen. Umgekehrt verfügt Microsoft über starke Wettbewerbsvorteile, die das Kerngeschäft schützen. Von den weltweit pro Jahr rund 400 Mio. verkauf-

ten PCs entfallen weniger als 5% auf Tablets, wie z.B. das iPad, das vor allem von Privatpersonen genutzt wird. Der Rest umfasst stationäre Computer sowie Net- und Notebooks, deren installierten Betriebssysteme und Programme den gewaltigen Netzwerkeffekt von Microsoft untermauern. Rund 80% der Roherträge dürften mit Firmenkunden erzielt werden. Neben den Lizenzkosten sind auch die Wechselkosten höher als im Privatkundenbereich. Im Vergleich zu den Lohn- und Schulungskosten eines Mitarbeiters und den Kosten eines etwaigen Produktivitätsausfalls sind die Lizenzkosten vernachlässigbar. Es bestehen für Unternehmen daher kaum Anreize, Microsoft auszutauschen.

In der Vergangenheit war die Kapitalallokation auch von missglückten Markteinführungen geprägt (z.B. Kin-Handy). Solche Fehlinvestitionen unterzeichnen die Gewinnreihe. Dessen ungeachtet ist Microsoft historisch niedrig bewertet (10-facher Jahresgewinn). Hierzu trägt nicht nur die Sorge um den Wettbewerb mit Apple und Google bei, sondern auch der kontinuierliche Rückkauf eigener Aktien. Seit dem Jahr 2000 wurden über Rückkäufe (abzgl. Aktienoptionen) und Dividenden 150 Mrd. USD an die Aktionäre ausgeschüttet. Diese Summe entspricht etwa 67% der aktuellen Marktkapitalisierung. Dank einer Nettoliquidität von 30 Mrd. USD, starker Cashflows und eines nach wie vor vorhandenen organischen Wachstums von 5-10% p.a. dürften die hohen Ausschüttungen anhalten. Dies sollte früher oder später dem Aktienkurs auf die Sprünge helfen.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky