

**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.

### Google Inc.

Das Technologieunternehmen Google aus dem kalifornischen Mountain View hat sich innerhalb weniger Jahre zu einem integralen Bestandteil unserer Arbeits- und Freizeitgewohnheiten entwickelt. Ob Internetsuche (Google.com), Smartphone (Android), Video-clip (Youtube), Netzwerk (Google+) oder Webbrowser (Chrome): Die fünf Kernprodukte von Google werden täglich milliardenfach genutzt. Alle Aktivitäten stehen für die konzerneigene Vision, Menschen und Informationen miteinander zu verknüpfen.

Google ist eine Geldmaschine. In den letzten fünf Jahren konnte das Unternehmen den Gewinn verdreifachen und ein kumuliertes Ergebnis von rund 35 Mrd. USD erwirtschaften. Von jedem umgesetzten USD verbleiben 25 Cent Gewinn. Allein im Jahr 2011 verdiente Google rund 10 Mrd. USD. 95% der Google-Erträge stammen aus dem Werbegeschäft der eigenen und fremden Internetpräsenzen (Google Network Members' Websites). Das starke Umsatzwachstum der letzten Jahre ist sowohl auf die Zunahme der weltweiten Klicks (Pay-per-Click) als auch auf eine Erhöhung der Einnahmen pro Klick (Cost-per-Click) zurückzuführen. Dagegen steigen die Kosten für die Erzielung und Ausweitung des Umsatzes nur unterproportional. Die Herstellungskosten umfassen im Wesentlichen die Zahlungen für Netzwerk- und Vertriebspartner (Traffic Acquisition Costs). Diese sind in den letzten

fünf Jahren von rund 30% auf 24% des Umsatzes gesunken. Die Qualität und die immense Reichweite der Produkte von Google bilden folglich einen Wettbewerbsvorteil, der Preissetzungsmacht verleiht, wofür Google gleichzeitig nur einen sehr geringen klassisch-industriellen Einsatz liefern muss (Asset Light Business Model). Der Marktanteil in der internetbasierten Suche stellt einen Wettbewerbsvorteil dar, der von Konsumgewohnheiten, Netzwerkeffekten und dem Wert der Marke gestützt wird. Auch Charlie Munger von Berkshire Hathaway sieht darin Vorteile: "Google has a huge new moat. In fact I've probably never seen such a wide moat." Der Wettbewerbsvorteil von Google ist mit einer Tageszeitung vergleichbar, die in einer Welt ohne Internet über 90% Marktanteil verfügt.

Die Qualität des Kerngeschäfts von Google ermöglicht es uns, die Entwicklung der Umsätze und Margen analysieren und schätzen zu können, obwohl die Technologiebranche eine hohe Veränderungsgeschwindigkeit aufweist. Google investiert in diese Veränderung. Bisher mit großem Erfolg. Der Marktanteil in der mobilen Kommunikation wächst rasant. Dank der innovativen und offenen Unternehmenskultur ist es der Google-Konzern, der die Bedürfnisse der Konsumenten mit verschiedenen Produkten beispielhaft bedient und damit die Wettbewerber massiv unter Druck setzt.

Wir investieren in eine Eigenkapitalanleihe mit einer Einstandsrendite von rund 6%, deren jährlicher Kupon deutlich steigen wird.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky