

Beeindruckende Outperformance

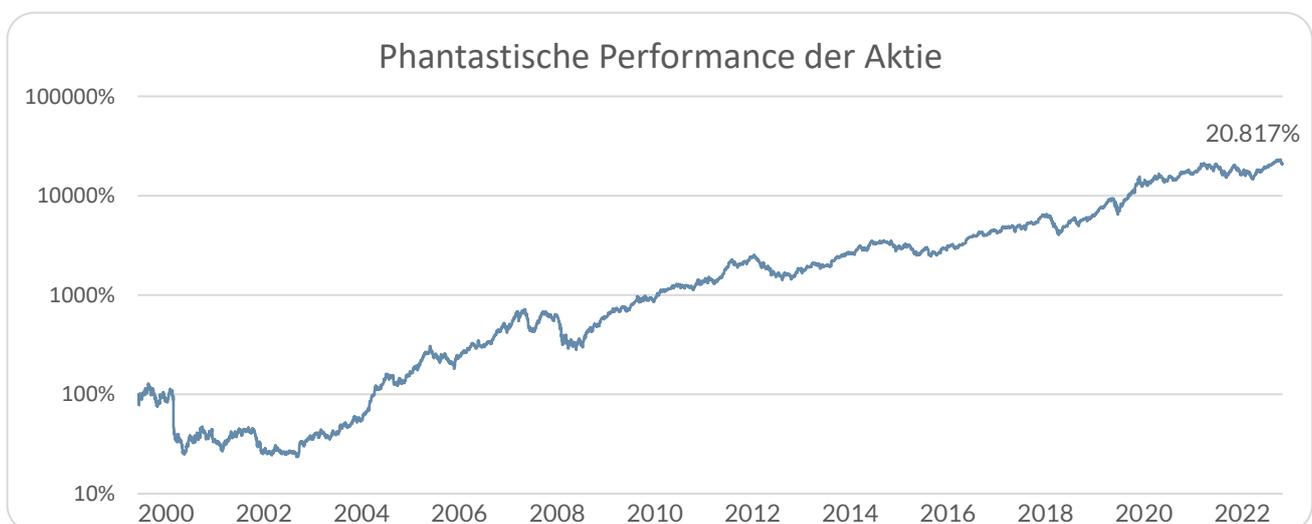
Geschäftszahlen Q3 2022/2023



- **Marktdominanz: Weiter auf Wachstumskurs trotz schwieriger Rahmenbedingungen**
- **Ökosystem Apple wächst weiter**
- **Äußerst hohe Margen trotz hoher F&E Aufwendungen**
- **Kapitalleichtes, skalierbares Geschäftsmodell mit extrem hoher Kapitalverzinsung**

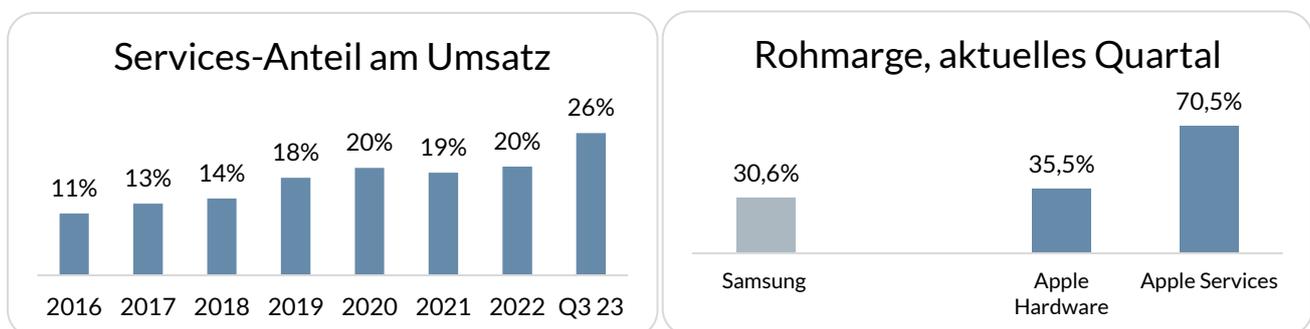
Wie gut eine Firma wirklich ist, zeigt sich bei schwachem Marktumfeld. Die Märkte für Smartphones, Notebooks, Tablets und Wearables sind derzeit bei flauer Weltkonjunktur im Rückwärtsgang, die Hardware wird in unsicheren Wirtschaftsphasen und bei den höheren Inflationsraten derzeit länger genutzt. Auch wenn Käufe nur aufgeschoben, und nicht aufgehoben sind. So ist der globale Absatz von Smartphones im Berichtsquartal um 8% zurückgegangen, der Absatz von PCs, Notebooks und Tablets ist sogar um 15% gerutscht. Lediglich das Premium-Segment bei Smartphones (>600 USD), in welchem Apple Weltmarktführer ist, ist leicht gewachsen. Im Gegensatz dazu ist der Smartphone-Umsatz von Samsung, dem Weltmarktführer des Massensegments bei Smartphones und der Nr. 2 im Premiumsegment, um 15,6% gesunken. Zudem sei darauf hingewiesen, dass der Berichtszeitraum April bis Juni (bei Apple ist es aufgrund des im Oktober beginnenden Geschäftsjahres Q3) traditionell das schwächste Quartal von Apple ist, da die Kunden auf das neue iPhone warten, welches in der Regel gegen Mitte/Ende September in den Verkauf kommt.

Was hat Apple nun aus diesen schwierigen Rahmenbedingungen gemacht? Apple ist tatsächlich organisch gewachsen, selbst der iPhone-Umsatz, wenn auch nur verhalten. Eine außergewöhnliche Leistung! Das organische Umsatzwachstum beträgt +2,6% auf nun mehr 81,8 Mrd. US-Dollar (USD). Berichtet ist der Umsatz mit -1,4% leicht rückläufig, da der starke USD (Apples Bilanzwährung) 4% Umsatz gekostet hat.



Das bedeutet, dass ein Teil des Umsatzes, den Apple in Fremdwährungen erzielte, in der Bilanz nicht ankommt, da der USD zugelegt hat. Da Apple jedoch keinen Einfluss auf die Entwicklung des USD hat, ist der organische Umsatz unter Ausklammerung von Währungseffekten der sinnvollere Maßstab zur Beurteilung des Geschäfts. Im Hinblick auf die Geschäftssegmente entwickelte sich der Bereich Hardware nahezu unverändert (iPhone +1,5% oW auf 39,7 Mrd. USD, Mac/iPad -9,5% oW auf 12,6 Mrd. USD, Wearables +6,5% auf 8,3 Mrd. USD). Trotz der Stagnation beim Hardware-Umsatz ist das Services-Geschäft satt zweistellig um 12,2% auf 21,2 Mrd. USD gewachsen. **Ergo: Selbst wenn die Zahl aktiver Geräte einmal weitgehend stagniert (laut CFO Maestri sind es derzeit etwas über 2 Milliarden aktive Geräte), buchen die Nutzer immer mehr Services von Apps über Pay, Cloud, Care bis Music.**

Pay ist nach wie vor ein dynamischer Wachstumstreiber, **Care** ist laut Cook als Wachstumstreiber hinzgetreten. Mit über 1 Milliarde Bezahl-Abos ist Apple der weltweit mit Abstand größte Abo-Verkäufer. Das Festgeld-Produkt, das neuerdings in den USA angeboten wird, hat mittlerweile ein Volumen von mehr als 10 Mrd. USD. **Apple generiert mit den Services mittlerweile jeden vierten Umsatz-USD im Konzern, und das bei fast immer branchenführendem Wachstum und bei geradezu überragenden Margen: Die Rohmarge der Services beträgt 70,5%, die Rohmarge der Hardware erreicht 35,5% - wobei andere Hardwarehersteller meist unter 20% Rohmarge mit ihrer Hardware schaffen. Apple spielt in einer eigenen Liga! Das zeigt auch**



der Umsatz mit dem iPhone: Obwohl das Quartal, wie bereits erwähnt, das schwächste iPhone-Quartal ist, da das neueste iPhone ante portas steht, und obwohl selbst Samsung mit 15% beim Umsatz mit Smartphones schrumpft, steigt der iPhone-Umsatz! Ein Grund ist das für Apple relevante Premiumsegment, welches robuster ist. Dies lässt sich am Beispiel von Konkurrent Samsung verdeutlichen: Obgleich Samsung 20% Weltmarktanteil bei Smartphones hat (Apple: 17%), erzielt Apple mit knapp unter 40 Mrd. USD Quartalsumsatz mit dem iPhone einen doppelt so hohen Umsatz wie Samsung mit seinen Smartphones, da Samsung neben den Premium-Geräten überwiegend preisgünstigere Geräte verkauft – und das zu sehr niedrigen Margen. Ein weiterer Grund ist die Zahl der „switcher“ (Nutzer, die von einem Android-Gerät auf das iPhone umsteigen), welche laut CEO Cook beständig hoch ist, im dritten Quartal steht eine neue Rekordanzahl zu Buche. **Nach wie vor gilt:** Sobald man sich ein iPhone leisten kann, kauft man sich eines! Das zeigt sich etwa daran, dass Apple mit dem iPhone Rekordverkäufe in Emerging Market wie Mexiko, Polen, der Türkei, Indonesien und auf den Philippinen erzielt. Doch nicht genug: Denn auch in etablierten Märkten wie Frankreich, dem Vereinigten Königreich, den Niederlanden, Italien und Österreich sowie in China (+8% mehr Umsatz) und Indien wurde ein neuer Q3-Umsatzrekord aufgestellt, wesentlich getrieben durch das iPhone. Die Bremse

für das iPhone war der rückläufige US-Markt, während sowohl beim iPhone als auch im Konzern neue Rekorde in Europa, Lateinamerika, Süd-Ostasien, China und Indien erreicht wurden. **Die hohe Produktqualität, das überlegene Ökosystem von Service und Hardware, die nützlichen Sicherheits- und Gesundheitsfeatures, die hohe Batterielaufzeit, Dynamic Island, Always-on Display, die leistungsfähigen Kameras sowie die starke Marke zahlen sich langfristig aus, gerade unter schwierigen Marktbedingungen. Apple hat mit 98% zufriedener Kunden nach wie vor extrem hohe Zufriedenheitswerte, sie reicht von sämtlicher Hardware bis zu den Services.** Erfreulich ist auch, dass der Umsatz mit Wearables merklich zugelegt hat. Die Gesundheits-Services befördern den Absatz der Watch erheblich. Und weil Apple beständig neue Gesundheits-Services entwickelt, steigt die Beliebtheit auch und insbesondere bei älteren, bei gesundheitsbewussten und bei Sport treibenden Kunden.



Die Margen von Apple bleiben selbst jetzt bei Gegenwind aus dem Marktumfeld traumhaft hoch, es ist keinerlei Schwäche zu erkennen. Im Gegenteil: selbst jetzt verdient Apple unfassbar viel: Die Rohmarge im Konzern steigt trotz starkem USD auf 44,5% (im Vergleich zum Vorjahreszeitraum +20 bps). Selbst im schwierigen Hardware-Geschäft (mangels Wachstums kaum gestiegene Skaleneffekte) hat Apple die Rohmarge um 90 bps auf 35,4% gesteigert, da sich der Produktmix erneut verbessert hat, nach wie vor werden die teuren Pro/Pro Max Geräte besonders gut abgesetzt. Auch die operative Marge legt leicht zu (+30 bps auf 28,1%), obwohl die ohnehin hohen Ausgaben für Forschung & Entwicklung nochmals um 9,5% auf 7,4 Mrd. USD (9,1% des Umsatzes) erhöht wurden. **Im gesamten Geschäftsjahr dürfte Apple rund 30 Mrd. USD für F&E einsetzen, da verblasst selbst jeder forschungsintensive Pharmakonzern und jeder Autohersteller! Apple, Google und Microsoft sind DIE forschenden Top-Firmen weltweit. Cook betonte, dass Apple seit langem in KI investiert, auch in generative AI.** Die AI-Technologien sind in den Produkten ihres Ökosystems breit im Einsatz, etwa bei der Fotoerkennung, bei der Sprachübersetzung, der Textkorrektur oder bei App-Vorschlägen. Natürlich hat die Entwicklung der **Vision Pro** ordentlich Geld gekostet. Laut Cook ist es das innovativste und leistungsfähigste elektronische Konsumentenprodukt, das jemals entwickelt wurde. Derzeit wird die Vermarktung vorbereitet, Start ist Anfang 2024. Da es sich bei *Vision Pro* um ein besonders erklärungsbedürftiges Produkt handelt, möchte Apple seine Mitarbeiter in den Stores gründlich ausbilden. Die von Apple selbst entwickelten Chips, die eine höhere Rechenleistung als alle zukaufbaren Chips von Chip-Herstellern haben, werden mittlerweile etwa in allen Macs verbaut, auch bei der anderen Konzern-Hardware kommen mehrheitlich die überlegenen Apple-Chips zum Einsatz, die F&E zahlt sich aus.

Die **Free Cash Flow-Marge** beträgt sehr starke 29,7% (+470bps yoy), und auch in absoluten Zahlen hat Apple 16,8% mehr verdient (24,3 Mrd. USD ggü. 20,8 Mrd. USD im Vorjahresquartal). Die Cash Conversion Rate ist mit 122,2% enorm hoch, und dies bei der aktuell rauerer See! Auch hier zahlen sich die Mixverbesserung beim iPhone und bei anderer Hardware sowie der höhere Umsatzanteil der Services aus. Die beständig gigantische Produktion von immer neuem freiem Cash, auf Neunmonatssicht (9M) sind es 80,1 Mrd. USD (nahezu doppelt so viel, wie alle Dax-40 Firmen in einem vollen Geschäftsjahr an freiem Cash produzieren), setzt Apple nach wie vor weitgehend für die weltweit mit Abstand größten Aktienrückkäufe (56,5 Mrd. USD 9M) und Dividenden (11,3 Mrd. USD für drei Quartalsdividenden) ein, außerdem kaufen sie immer wieder einmal technologisch interessante Start-Ups (9M für rund 500 Mio. USD). Dennoch bleibt die Nettokasse mit 57,2 Mrd. USD hoch, wobei das net working capital mit -53,6 Mrd. USD eine Nettofinanzposition von 3,6 Mrd.

USD ergibt. Wenn man das Eigenkapital von 60,3 Mrd. USD berücksichtigt, setzt Apple derzeit 56,7 Mrd. USD Kapital ein, welches sie mit unfassbar hohen 185% FYe verzinsen (RoCe FYe). **Wie schön, dass Personen Apple Geld für 3% leihen, Cook und Kollegen machen daraus 185%! Und wir Investoren profitieren.** Der Enterprise Value erscheint mit rund 27x FCF 2024e auf den ersten Blick etwas erhöht, wobei das aktuell schwächere Marktumfeld, in dem sich Apple herausragend schlägt, als Basis der Berechnung einfließt. Da irgendwann auch wieder ein besseres Marktumfeld mit stärkerer Konjunktur und weniger Verunsicherung von Verbrauchern bei niedrigeren Inflationsraten kommen wird, so dass Apple dann doch wieder in noch höherem Wachstumstempo freie Barmittelzuflüsse generieren dürfte, ist die augenblickliche Unternehmensbewertung bei langfristiger Perspektive nicht hoch. Die Discounted-Cash-Flow-Analyse ergibt bei moderaten, nicht aggressiven Annahmen zum künftigen Free Cash Flow-Wachstum einen fairen Wert von 220 bis 230 USD/Aktie.

Unternehmerisch relevante Finanzkennzahlen

in Mrd. USD / %	2018	2019	2020	2021	2022
Umsatz	265,6	260,2	274,5	365,8	394,3
Organisches Wachstum (oW)	16%*	-2%*	8%	33%*	14%
Bruttomarge	38,3%	37,8%	38,2%	41,8%	43,3%
Operative Marge	26,7%	24,6%	24,1%	29,8%	30,3%
Nettogewinn-Marge	22,4%	21,2%	20,9%	25,9%	25,3%
Free Cash Flow (FCF)	64,1	58,9	73,3	93,0	111,4
Free Cash Flow-Marge	24,1%	22,6%	26,7%	25,4%	28,3%
Cash Conversion Rate	108%	107%	128%	98%	112%
Net Cash	122,6	97,8	41	65,8	49
Net Cash/FCF	1,9	1,7	0,56	0,7	0,4
EK-Quote	29,3%	26,7%	20,2%	18%	14,4%
Kapitalverzinsung (RoCe)	60% (net cash =0)	297%	296%	271%	218%

Quelle: Apple Geschäftsberichte, Berechnungen Wagner & Florack

*berichtetes Umsatzwachstum, da Währungseinflüsse in den entsprechenden Geschäftsjahren nicht ausgewiesen werden

Glossar

CCR = Cash Conversion Rate

EK = Eigenkapital

EV = Enterprise Value

FCF = Free Cash Flow. Das Nachsteuerergebnis ist nicht der Unternehmensgewinn, sondern der freie Barmittelzufluss (Free Cash Flow), da nur der FCF Abschreibungen, Betriebskapital (working capital) und Investitionen berücksichtigt. Der wirkliche Unternehmensgewinn, der Free Cash Flow, ist für uns eine maßgebliche Bezugsgröße für die Unternehmensbewertung.

RoCe = Return on Capital employed. Wir legen großen Wert auf eine valide und konservative Struktur der eingesetzten Kennzahlen und berechnen das RoCe daher als Free Cash Flow im Verhältnis zum Eigenkapital plus Nettofinanzschulden bzw. abzgl. Nettofinanzposition plus relevante, langfristige Rückstellungen wie Pensions- und Leasingverpflichtungen.

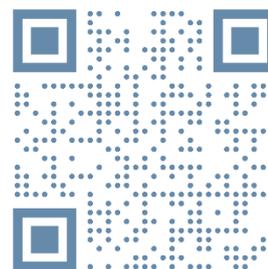
DCF = Discounted Cash Flow-Verfahren zur Ermittlung des Fair Values basierend auf bestimmten - in unserem Fall realistischen bis konservativen - Annahmen bezüglich der zukünftigen Ertragskraft eines Unternehmens.

Wagner & Florack AG

Poppelsdorfer Allee 64
53115 Bonn

Tel.: +49 (0) 228 945 95 86-0
Fax: +49 (0) 228 945 95 86-9

unternehmerfonds.de



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. Stand: 15.08.2023