

DellTeil 1: das MoDell

Von Helmut Gellermann

Die Dell Computer Corporation (US-Kürzel DELL, WKN 875 403, www.euro.dell.com) ist der weltweit führende Hersteller von PC-Systemen. Das in Round Rock bei Austin, Texas, beheimatete Unternehmen verdankt seinen enormen Geschäftserfolg vor allem seinem Direktvermarktungssystem. Dell weist die höchsten Wachstumsraten der Branche auf. Heute beschäftigt der Konzern weltweit 38.000 Mitarbeiter und ist in 34 Ländern der Erde vertreten.



Michael Dell gründete Dell Computer 1984. Nur vier Jahre später ging er mit seiner Firma an die Börse. 1992 wurde Dell zum ersten Mal in die *Fortune 500* der weltgrößten Unternehmen aufgenommen (aktueller Rang: 122). Im Jahr 2000 stieg Dell Computer zur weltweiten Nr. 1 bei Workstations und zur Nr. 2 bei Servern auf.

Dells Haupt-Absatzgebiet sind die USA (rund 70% des Umsatzes). Im Heimatmarkt verdrängte Dell im vergangenen Jahr **Compaq Computer** aus der Position als größter Hersteller von PCs und Server-Computern in den USA.

Mehr als nur PCs

Die Produktpalette reicht von Desktop-PCs über Notebooks bis hin zu Servern, Workstations sowie Massenspeicherprodukten. Im Angebot sind auch Serviceleistungen und Produkte rund um den PC:

- Vorinstallation herstellergebundener Hard- und Software
- Leasing und Systeminstallation
- Garantieleistungen
- Anwenderunterstützung
- Softwarepakete
- Peripheriegeräte (Drucker, Monitore u.ä.).



Rund zwei Drittel seines Umsatzes erzielt Dell mit Verkäufen an Großunternehmen, Regierungsbehörden und Bildungseinrichtungen. Der restliche Umsatz stammt aus dem Handel mit mittelständischen und kleineren Unternehmen sowie Privatanwendern.

Marktführer dank Direktvermarktungskonzept

Dells Wachstumsmotor ist das Konzept der Direktvermarktung. Die Konkurrenz - **Compaq Computer, Hewlett Packard, Gateway** - baut PCs auf Vorrat zusammen und verkauft diese anschließend **vom Lager**. Michael Dell macht es anders: er lässt die PCs erst montieren, wenn eine feste Bestellung vorliegt. Das bringt folgende Vorteile:

1. Dell schlägt das Lager im Schnitt alle 4 Tage um

Das können wir mit dem Income Statement des Unternehmens nachvollziehen: Der Aufwand für verkaufte Waren betrug im Jahr 2001 25.661 Millionen US-Dollar. Das bedeutet: in die verkauften Geräte wurden Bauteile im Wert von rund 26 Milliarden US-Dollar eingebaut. Dem Bericht für das vierte Quartal 2001 entnehmen wir einen Lagerbestand von 278 Millionen US-Dollar. Wir gehen davon aus, dass diese 278 Millionen US-Dollar etwa der durchschnittliche Lagerbestand sind. Um die Dell-PCs des Jahres 2001 mit Bauteilen auszustatten, wurde der 92,3fache durchschnittliche Lagerbestand benötigt:

Investoren-Brief 08/2002 vom 22.02.2002

$$25.661 / 278 = 92,3$$

Das Lager wurde also im Jahr etwa 92mal vollständig geleert. Bei 360 Tagen bedeutet das, alle 3,95 Tage wurde das Lager „umgeschlagen“:

$$360 / 92,3 = 3,9$$

Das ist ausgezeichnet. Ein Bauteil liegt im Schnitt nicht einmal 4 Tage im Lager.

2. Dell verhindert Wertverfall

Die eingekauften PC-Komponenten (Festplatten, Laufwerke, Controller, Prozessoren usw.) unterliegen im harten Anbieter-Wettbewerb teilweise dramatischen Preiseinbrüchen. Je länger Komponenten im Lager stecken – ob als Bauteil oder im fertigen Computer –, desto wertloser werden sie. Bei Dell kann das nicht viel anbreiten – innerhalb der durchschnittlich 4 Lagertage ist der Preisverfall gering.



3. Dell vermeidet Ladenhüter

Die PC-Komponenten werden nicht nur ständig billiger, zudem veralten sie sehr schnell. Auch dies liegt am harten Wettbewerb der Bauteile-Hersteller, die ständig neue, weiterentwickelte Produkte auf den Markt bringen (kurze Produktzyklen). Die gut informierten Kunden verlangen die neuesten Bauteile, die veralteten müssen völlig abgeschrieben werden. Bei Dells hohem Lagerumschlag ist es sehr unwahrscheinlich, dass veraltete Bauteile abgeschrieben werden müssen (bzw. doch noch verbaut werden).

4. Dell verkauft ohne Zwischenhändler oder andere Wiederverkäufer

Dells Verkaufssystem kommt ohne Zwischenhändler aus. Dies reduziert die Kosten, und minimiert den Zeitaufwand. Eine mögliche Quelle von Kunden-Unzufriedenheit ist somit ausgeschaltet.

5. Dell nutzte von Anfang das Internet

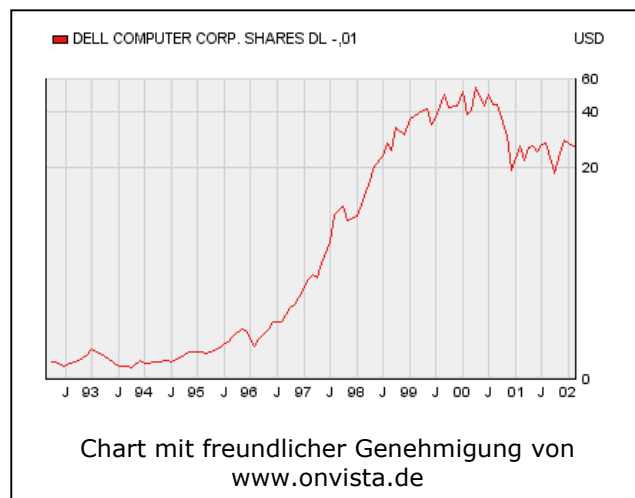
Dell begann 1996 die Vermarktung über das Internet bzw. den Online-Verkauf von PCs. 1997 setzte Dell 3 Millionen US-Dollar pro Tag über das Internet um und erreichte im Spitzenjahr 2000 50 Millionen US-Dollar pro Tag per Internet. Inzwischen werden etwa 50 Prozent der Umsätze über Internet und technischen Support abgewickelt. Rund 75 Prozent der Bestellvorgänge finden online statt.

Kurz gesagt: Dell bietet neueste Technik schnell und zum günstigsten Preis. Das hebt die Kundenzufriedenheit.

Wertmaximierung

Dell wuchs stark, ebenso der Kurs der Dell-Aktie: Beim Börsengang 1988 kostete die Aktie 8,50 US-Dollar. Seitdem legte ihr Wert in der Spitze um 69.304 Prozent zu (Aktiensplitts sind dabei berücksichtigt).

Seit dem Hoch im Juli 2000 sank der Aktienwert um mehr als die Hälfte. Trotzdem: Wer bei der Emission 1988 für 100 Dell-Anteile 850 US-Dollar investierte, besitzt heute über 9.600 Aktien mit einem Wert von 262.080 US-Dollar.



Neuorientierung der PC-Branche

Die Welt der Computerindustrie hat sich im letzten Jahr verändert. Die Tabelle mit der Umsatzentwicklung der vier PC-Riesen zeigt es: Dells Umsatz stagnierte erstmals nach dem stürmischen Wachstum der vergangenen Jahre. Bei den Konkurrenten sank er sogar kräftig ab.

Umsatzzahlen PC-Produzenten					
<i>in Mrd. US-Dollar</i>	1997	1998	1999	2000	2001
Dell Computer	12,33	18,24	25,27	31,89	31,17
Compaq Computer	24,58	31,17	38,53	42,38	33,55
Hewlett Packard	42,90	47,06	42,37	48,78	45,23
Gateway	6,29	7,47	8,65	9,60	6,08

- **Marktsättigung**

Der Lebenszyklus der PC-Industrie ist in einer kritischen Phase angelangt: Der Markt ist weitgehend gesättigt, der Erst-Computer ist so gut wie überall vorhanden. In Zukunft geht es vor allem um die Ausrüstung der Kunden mit Zweit- oder Drittrechnern sowie um den Ersatz nicht mehr zeitgemäßer Hardware durch neueste Technik.

- **Fusionitis**

In einer gesättigten Branche haben die Unternehmen keine echten eigenen Wachstumschancen mehr. Manche greifen nach dem Strohalm Fusion, um größer zu werden. In der PC-Branche haben sich bisher Dells größte Wettbewerber, Compaq und Hewlett Packard, mit Fusionitis angesteckt.

- **Marktanteile erhöhen**

Die Dell-Strategie wird in unseren Augen ohne Riesen-Fusion auskommen. Dells Ziel für die kommenden Jahre lautet: Verdoppelung bzw. Verdreifachung des zurzeit 13-prozentigen Anteils am Weltmarkt für Computersysteme.

Der Konkurrenz des möglichen neuen Riesen Compaq/HP kann Dell dabei relativ gelassen entgegen sehen. Compaq und HP konnten ihre Probleme eigenständig nicht lösen, eine Fusion macht die Lage nicht besser. Das fusionierte neue Unternehmen wird Marktanteile vor allem in der Phase verlieren, in der zwei Unternehmenskulturen aufeinanderprallen und die neuen Partner sich „zusammenraufen“ müssen.



Wer in Zukunft PC-Marktanteile gewinnen will, muss Kampfpreise setzen. Die Preis-Aggressivität im Markt wird zunehmen. Die Zeiten hoher Margen sind endgültig vorbei. In dieser Situation hat Dell Computer bessere Karten als die Konkurrenz.

Im letzten Jahr zettelte Dell einen Preiskrieg an. Ergebnis: Die Konkurrenz büßte hohe Umsatzanteile ein – bei Dell ging der Umsatz nur wenig zurück. Überdies hat Dell gute Aussichten, noch stärker in den 30-Milliarden-Dollar-Markt von Compaq und HP im **PC/Wintel-Server-Geschäft** einzudringen.

*Wir haben Dells Geschäftsmodell und Situation im PC-Markt vorgestellt.
In der nächsten Woche bewerten wir das Unternehmen und machen den Königstest.*

Dell Teil 2: Königstitel verpasst – Innerer Wert 30 Dollar

Von Andreas Sommer

Das Geschäftsmodell der Dell Computer Corporation (US-Kürzel DELL, WKN 875 403, www.dell.com) stellten wir Ihnen in der vergangenen Woche vor. Das Modell ist exzellent, aber den Königstest verpasst das Unternehmen knapp. Der Innere Wert der Dell-Aktie beträgt 30,32 US-\$ (zurzeit 34,83 €).



Dell Computer im Königstest

Beginnen wir mit dem Markennamen. Dell hat sich seinen **Markennamen** in den vergangenen Jahren hart erarbeitet. Und der Konzern bleibt am Ball: Auch hier zu Lande begegnet man inzwischen täglich Werbespots im Fernsehen und Radio, Werbebannern im

Dell Computer im Königstest		
Marktposition und Produkte	Punkte	Von
1. Massen-Markennamen	7	10
2. Herrscher der Branche	5	10
3. Geringwertige Wirtschaftsgüter	7	10
4. Wachstumspotenzial der Branche	6	10
5. Konzentration aufs Kerngeschäft	9	10
Unternehmenskennzahlen		
6. Bruttomarge/Nettomarge	3	10
7. Langfristige Schulden	5	5
8. Gewinnwachstum	7	10
9. Cashflow-Marge	1	5
10. Eigenkapital-Rendite	5	5
11. Einbehaltene Gewinne	5	5
12. Rendite einbehaltener Gewinne	4	5
13. Sachinvestitionen	5	5
GESAMT:	67	100

Internet oder Beilagen in Zeitungen und Zeitschriften. Dell hält in der Liste der wertvollsten Markennamen der Welt den Rang 32. (Markenwert 8,27 Mrd. US-\$ im Jahr 2001, 9,48 Mrd. US-\$ im Jahr zuvor.) Wir vergeben sieben von zehn möglichen Punkten.

Nun zum Kriterium der **Marktbeherrschung**: In bestimmten Regionen oder Produktsegmenten hält Dell die marktführende Position. Eine marktbeherrschende Stellung ist das aber nicht. Wir vergeben fünf von zehn Punkten.

PCs, Server und Workstations sind schwerlich als **geringwertige Güter** des täglichen Bedarfs anzusehen, die in kurzen Zeitintervallen verbraucht werden. Jedoch: die Nutzer ersetzen PCs immer häufiger in überschaubaren Abständen durch technisch verbesserte Hardware. Wir

vergeben sieben von zehn möglichen Punkten.

Beim **Wachstumspotenzial der Branche** ist eines sicher: Die Zeit der rasanten Wachstumsraten ist vorbei, denn der Markt ist weitgehend gesättigt. Der Kuchen wird also nicht größer. Aber Dell bekommt größere Stücke: mit dem Direktvermarktungskonzept gewinnt Dell - wie schon in der Vergangenheit - Marktanteile hinzu. Wir billigen Dell sechs von zehn erreichbaren Punkten zu.

Bei der **Konzentration auf das Kerngeschäft** bekommt Dell neun von zehn Punkten. Das Unternehmen macht schon immer das, was es am besten kann: Computersysteme herstellen. Peripheriegeräte, Massenspeicher und Software sind bei Dell eher Beiwerk, obwohl sie zum Kerngeschäft gehören wie die Nadel zum Faden.

Die **Bruttomarge** lag in den vergangenen sieben Jahren konstant über 20 Prozent und sank im abgelaufenen Geschäftsjahr mit 17,67 Prozent erstmals unter diese Marke -



Investoren-Brief 09/2002 vom 28.02.2002

eine Folge der Umsatzstagnation. Im Durchschnitt konnte sich die 10-Jahres-Bruttomarge knapp über der 20-Prozent-Marke behaupten. Auch die **Nettomarge** sank auf 4%, den niedrigsten Wert seit 1994. Im langfristigen Durchschnitt sind es 4,5%. Beim Margen-Kriterium erhält Dell nur drei von zehn Punkten.

Eine bessere Figur macht Dell bei den **Langfristschulden** und beim **Gewinnwachstum**. Die Langfristschulden machen nur 3,84% der Bilanzsumme aus (volle fünf Punkte). Das Gewinnwachstum von 10,83% im Durchschnitt der letzten fünf Jahre bringt sieben der zehn erzielbaren Punkte auf dem Königskonto.

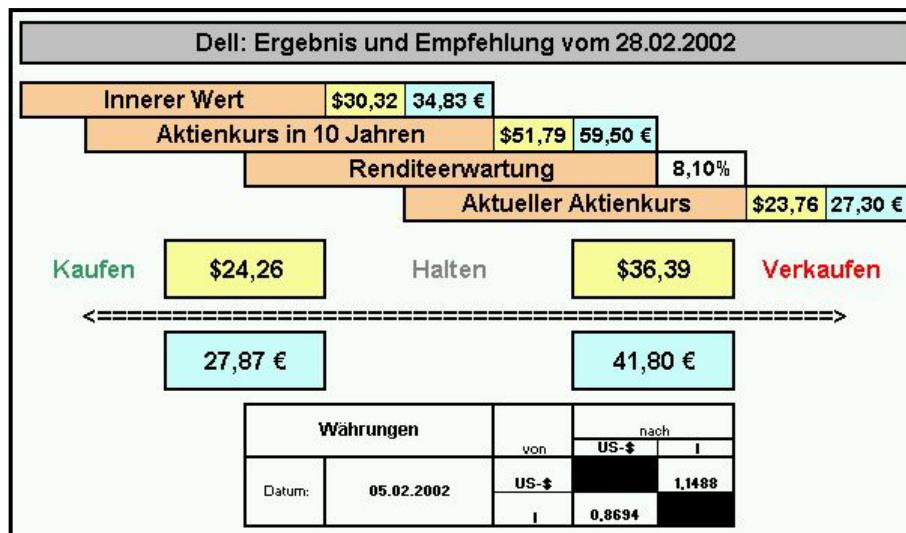
Die **Operative Cashflow-Marge** von 11,87% im Jahr 2001 bringt Dell einen Punkt. **Einbehaltene Gewinne**: Dell zahlt keine Dividende, alle Gewinne bleiben im Unternehmen. Das sehen wir besonders gern und vergeben die maximalen fünf Punkte.

Die **Renditen für einbehaltene Gewinne** betragen in den Jahren 1998, 1999 und 2000 stolze 43,4%, 32,8% und 29,7%. Im letzten Geschäftsjahr kam mit nur 13,9% eine „kalte Dusche“. Da auch die Vorjahre berücksichtigt werden, erhält Dell vier von fünf Punkten. Beim letzten Königskriterium, dem **Verhältnis der Sachinvestitionen zum Operativen Cashflow**, vergeben wir nochmals die maximalen fünf Punkte.

Dell verpasst das Prädikat „König“ knapp

Die magische Marke von 70 Punkten für den Titel „Königsaktie“ verfehlt der Computerhersteller knapp. Dies ist jedoch vor allem eine unmittelbare Folge des „schlechten“ Abschneidens im abgelaufenen Geschäftsjahr. Im Jahr 2001 hielten viele Unternehmen und Privatleute sich beim Kauf von Computern zurück.

Wir sind gespannt, ob Dell Computer wieder zu den Margen der Vergangenheit aufschließt. Da sich der Computerabsatzzyklus verlangsamt, wird das schwer. Dennoch sehen wir Dell weiterhin als Königsanwärter, den wir in unserer Rubrik „Könige“ führen.



Fazit: Dell ist ein Kauf

Mit unseren drei Bewertungsmodellen berechnen wir einen Inneren Wert von 30,32 US-\$, das sind beim aktuellen Devisenkurs 34,83 €. Mit einer Sicherheitsmarge von 20% ist die Aktie unter 24,26 US-\$ (27,87 €) ein Kauf. Der Verkauf empfiehlt sich über 36,39 US-\$ (41,80 €). Beachten Sie bei einer eventuellen Kauf-Entscheidung den aktuellen Aktienkurs und Änderungen beim Devisenkurs.