

INTELLIGENT INVESTIEREN

Jahresbericht 2012:

Mit einer Steigerung des Buchwertes um 43,75 % war 2012 das bislang erfolgreichste Jahr von *Intelligent Investieren*. Zu diesem Ergebnis trug einerseits die sehr gute allgemeine Börsenentwicklung (z.B. Dax: + 29,06 %) und andererseits die Hebelung meiner Investitionen durch Fremdkapital (Wertpapierkredit) bei. Am Jahresende hatte meine Investitionsquote mit rund 162 % des verfügbaren Eigenkapitals einen neuen Höchststand erreicht (2010: 147 % / 2011: 155 %). Deshalb ist es besonders erfreulich, dass es möglich war, den Fremdkapitalzins von rund 6 % auf 4,25 % p.a. zu reduzieren. Die Dividendenrendite vieler meiner Aktien ist höher als dieser Zins. Die Ausweitung des Risikos ist daher aus meiner Sicht zum jetzigen Zeitpunkt noch vertretbar. Eine Rückführung wird aber bei steigenden Bewertungen aus Vorsichtsgründen angestrebt.

Wie Sie bereits wissen, möchte ich nachweisen, dass es langfristig möglich ist, durch intelligentes Investieren deutlich bessere Anlageerfolge als mit einem Indexinvestment zu erzielen. Ich vergleiche dazu meine Performance mit der des *Deutschen Aktienindex (Dax)*. Nachfolgend die Ergebnisse der ersten drei Jahre von *Intelligent Investieren*:

Performance Intelligent Investieren vs. Dax

Jahr	Jährliche Änderung in %		
	Buchwert von Intelligent Investieren (1)	Dax 30 inkl. Dividenden (2)	Relative Resultate (1)-(2)
2010	30,82	16,06	14,76
2011	(9,47)	(14,69)	5,22
2012	43,75	29,06	14,69
jährlicher Zuwachs – 2010-2012	19,41 %	8,51 %	10,90
Gesamtzuwachs – 2010-2012	70,25 %	27,78 %	

Hinweise: Alle Angaben von *Intelligent Investieren* sind nach Steuern in Bezug auf die Dividenden und beinhalten bereits die Kosten für den Einsatz von Fremdkapital (aktuell ca. 4,25 % p.a.). Die ausgewiesene Wertentwicklung enthält aber auch unversteuerte Buchgewinne. Eine Realisierung dieser Gewinne durch Verkauf der Wertpapiere würde deren Besteuerung (z.Zt. maximal 28 % Abgeltungssteuer) zur Folge haben und die tatsächliche Rendite entsprechend senken. Bei einem reinen Indexinvestment fiel diese Steuer auf die erzielten Kursgewinne ebenso an. Der zum Vergleich herangezogene „Dax-Performance-Index“ hat jedoch einen Vorteil in Bezug auf die Dividenden. Diese fließen unversteuert in dessen Berechnung ein, während bei *Intelligent Investieren* der Abgeltungssteuerabzug bereits berücksichtigt ist.

2012 habe ich mit rund Euro 45.000,00 erneut eine große Summe zusätzlich investiert. Etwa Euro 33.000,00 davon stammen aus der Ausweitung des Wertpapierkredites, der Rest aus Eigenkapital. Die meisten meiner Positionen habe ich bei Schwäche aufgestockt. Aber auch ganz neue Unternehmensbeteiligungen bereichern seit 2012 mein Portfolio. Komplette verkauft habe ich dagegen die Aktien der Deutschen Telekom und Vossloh.

Meine Bargeldmaschine hat vor drei Jahren ihren Betrieb aufgenommen und steigert nun von Jahr zu Jahr ihre Performance:

Dividenden nach Steuern:

2010: Euro 2.631
 2011: Euro 5.465
 2012: Euro 7.887

Der Aussage von John D. Rockefeller, „Wissen Sie, was mir wirklich Freude bereitet? Die einlaufenden Dividenden auf meinem Konto!“, ist nicht viel hinzuzufügen. Permanent intelligent reinvestierte Dividenden erzeugen jenen Schneeballeffekt (Zinseszinsseffekt), der aus einem kleinen Vermögen mit der Zeit ein großes werden lässt!

Aktuell zeigt der Vergleich der durchschnittlichen Dividendenrenditen mit den Anleiherenditen von „erstklassigen“ Staatsanleihen noch immer, dass es „alternativlos“ (Hier passt das von der Kanzlerin Merkel gerne verwendete Wort wirklich!) ist, große Teile des Vermögens in Aktien zu investieren: Die Ausschüttungen der 30 Dax-Aktien führen im Schnitt zu einer Dividendenrendite von 3,5 % p.a., 10jährige deutsche Staatsanleihen dagegen werfen gerade noch 1,6 % p.a. ab. Eine historisch sehr seltene Situation. Staatsanleihen bleiben nicht nur aus diesem Grund weiterhin die dümmste Anlageform der heutigen Zeit!

Allerdings neigt sich der Schlussverkauf der vergangenen Jahre seinem Ende zu. Man muss nun bereits etwas intensiver nach wirklichen Schnäppchen suchen. Von einer Übertreibungsphase sind wir am Aktienmarkt aber noch weit entfernt. In der laufenden Hausse befinden wir uns aus meiner Sicht im Spätfrühling, auf den allerdings noch ein wunderbarer Sommer folgen wird. Wer im Winter (2008 / 2009) gekauft hat, ist der größte Gewinner. Wer so diszipliniert ist, im Sommer allmählich etwas sparsamer bei seinen Geldanlagen zu werden und im folgenden Herbst nur noch ganz spezielle Sondersituationen zu Käufen nutzt, ist der wahre Held! Barbestände aufbauen lautet dann die Devise und geduldig bis zum nächsten Winter warten. Das ist schon alles. So „einfach“ ist die Börse!

Heißt das nun, dass man sein Depot räumen sollte, bevor es an der Börse wieder „kälter“ wird? Nein, ganz und gar nicht! So wie die *Familie Quandt* nicht auf die Idee käme, ihre Anteile an *BMW* zu verkaufen, nur weil sich ein Börsenzyklus dem Ende nähert, darf ein intelligenter Investor auch nicht versuchen, sich von seinen Unternehmen zu „Höchstkursen“ zu trennen. Ausgezeichnete Unternehmen wachsen unabhängig von Börsenkursen langfristig weiter und werden wertvoller. Dieser Fakt ist sicher, die kurzfristigen Aktienkursschwankungen nicht! Versuchen Sie deshalb erst gar nicht, diese zu antizipieren!

Es gibt nur sehr wenige Gründe, sich von Beteiligungen zu trennen. Ein solcher ist gegeben, wenn man feststellt, dass das Unternehmen, das man beim Kauf für erstklassig hielt, aus verschiedenen Gründen eine Entwicklung nimmt, die es zu einem zweitklassigen Unternehmen macht, oder wenn man sich bei seiner Analyse, die zum Kauf führte, geirrt hat. Dies ist mir leider passiert! Ich habe meine Hausaufgaben bei einem Investment nicht ordentlich gemacht. Als ich den Fehler erkannte, habe ich die Konsequenz gezogen:

Mein Fehler mit der *Deutschen Telekom*

In meinem Jahresbericht 2010 habe ich die Kriterien, die ein Unternehmen erfüllen muss, damit es für ein Investment in Frage kommt, genannt. Zur Erinnerung:

- Sicherheitspuffer: Der Preis des Unternehmens an der Börse sollte möglichst signifikant unter dem (inneren) Wert liegen. Ziel ist es, den Wert von einem Euro für einen Betrag zu kaufen, der deutlich unter einem Euro liegt.
- ein für mich verständliches Geschäftsmodell
- gute Kalkulierbarkeit der zukünftigen Geschäftsentwicklung
- hohe Kapitalrendite
- Preissetzungsmacht
- erfahrenes und ehrliches Management, das die Mehrung des Aktionärsvermögens über die Erweiterung des eigenen Machtbereiches stellt

Wenn ich diese Kriterien lese, wundere ich mich sehr, dass ich Aktien der *Deutschen Telekom* gekauft habe, denn nur zwei meiner Kriterien waren wirklich erfüllt:

Ich habe mich viele Jahre mit der Telekommunikationsbranche beschäftigt. Das Geschäftsmodell ist für mich verständlich (1 Kriterium erfüllt).

Seit dem 13. November 2006 hat die Deutsche Telekom einen der besten Konzernchefs, den sie je hatte! *René Obermann* ist integer, smart, ehrlich und finanziell unabhängig. Er war ein echter Glücksfall für das Unternehmen! Mit dem sehr erfolgreichen Aufbau der „*ABC Telekom*“ und dem späteren Verkauf an „*Hutchison Whampoa Ltd.*“ hatte der aus relativ einfachen Verhältnissen stammende Obermann bereits im Alter von 30 Jahren finanzielle Unabhängigkeit erlangt. Ein echter Selfmade-Millionär also (2. Kriterium erfüllt)! Das war es dann aber leider auch schon mit den passenden Kriterien. Nun zum Unerfreulichen!

Wahrscheinlich haben auch Sie in den letzten Jahren zumindest einmal Ihren DSL-oder Mobilfunkvertrag gewechselt. War der neue Vertrag jeweils teurer oder günstiger als der alte? Erinnern Sie sich noch an die Telefongebühren, die Sie vor der Marktöffnung zahlen mussten? Ich habe noch gut im Gedächtnis, wie das Unternehmen *Mobilcom* Ende der 90er Jahre mit seinem „Sensationstarif“, 19 Pfennige pro Minute für alle Ferngespräche innerhalb Deutschlands über die Vorwahl 01019, für riesiges Aufsehen sorgte. Damals meinte Mobilcom noch, es sei eine spezielle Aktion, bei der man nicht wisse, wie lange man diesen Preis halten könne. Nun, den Preis gab es tatsächlich nicht lange! Er wurde ... sehr viel billiger!

Heute gelte die damalige „Knallerkondition“ von umgerechnet 9,7 Cent pro Minute ins deutsche Festnetz als vollkommen übersteuert! Mittlerweile sind wir an einem Punkt, an dem es Tarife gibt, bei denen für knapp Euro 20,00 im Monat sämtliche Gespräche (Fest-und Mobilfunknetze!) sowie 500 MB Datenvolumen für das Surfen im Internet inklusive sind. Ein unglaublicher Preisverfall innerhalb von 15 Jahren! Man hat den Eindruck, als sei es nur noch eine Frage der Zeit, bis das Telefonieren als eine Art Grundrecht komplett kostenlos sein wird!

Erkennen Sie in dieser Entwicklung eine Preissetzungsmacht der Telekommunikationsunternehmen? Obwohl es in Deutschland nur 4 große Mobilfunkunternehmen mit eigenem Netz (Telekom, Vodafone, O2 und E-Plus) gibt, herrscht ein gnadenloser Wettbewerb, befeuert vor allem auch durch die zahlreichen Mobilfunkdiscounter.

Verschärft wird die Preiserosion zu allem Übel auch noch durch die „EU Roaming Verordnung“, die verbindliche Preisobergrenzen für Gesprächsminuten, SMS sowie Datentarife in der EU festlegt. Diese Obergrenzen werden innerhalb weniger Jahre um bis zu 70 % reduziert (von 2012 bis 2014 sinkt z.B. das Endkundenentgelt für Datenroaming von 70 Cent je MB auf maximal 20 Cent und der SMS – Eurotarif von 9 Cent pro SMS auf 6 Cent pro SMS).

National begrenzt die „Bundesnetzagentur“ ebenfalls die Entgelte. Es scheint ein Überbietungswettkampf zwischen der EU – Regulierung und der nationalen entstanden zu sein. Kann die EU auf vielen Gebieten die Bürger nicht durch ihre Entscheidungen mitreißen, so hat sie hier offenbar ein Feld gefunden, auf dem sie durch Wohltaten auf Kosten der Telekommunikationsunternehmen einmal richtig punkten will. In der Öffentlichkeit werden ja die großen Telekomfirmen noch immer als gierige Absahner gesehen, was mit deren Monopolstellungen vor der Marktöffnung zusammenhängt.

Andererseits ist das Volumenwachstum enorm! Der mobile Datenverkehr (zunehmend über „Smartphones“) hat sich in den letzten Jahren in etwa jährlich verdoppelt. Die Menge der mobil übertragenen Daten 2011 war etwa acht Mal größer als der globale Internetverkehr im Jahr 2000! Videodaten machen bereits 50 % des Datenverkehrs aus. Diese Datenexplosion wird sich in Zukunft nicht nur fortsetzen, sondern sogar noch beschleunigen! Um dem gewachsen zu sein, müssen die Telekommunikationsunternehmen gewaltige Investitionen in ihre Netze vornehmen.

Die großen Profiteure dieser Entwicklung sind aber leider andere Unternehmen, wie z.B. *Google / YouTube, Apple* oder *Facebook*. Die über *YouTube* abgerufenen Videodaten verursachen einen gigantischen Datenverkehr. Diesen „dürfen“ die Telekommunikationsfirmen zu immer niedrigeren Preisen bewältigen. Für *YouTube* und seine Nutzer ist die Sache offenbar eine Selbstverständlichkeit. Man profitiert von gut funktionierenden Netzen, zahlt dafür aber keinen Cent! Die Deutsche Telekom und andere Anbieter sind jedoch gezwungen, in ihre Netze zu investieren, da die Qualität ein wichtiges Unterscheidungsmerkmal im harten Wettbewerb ist.

Die Branche befindet sich im Zangengriff: Starker Wettbewerb und staatliche Preisregulierung drücken die Preise scheinbar in Richtung Null. Explodierender Datenverkehr macht aber hohe Investitionen in den Netzausbau zwingend erforderlich. Davon profitieren viele Firmen, nur eben nicht die Telekommunikationsunternehmen!

Das Internet wird von der Öffentlichkeit als eine Art Grundrecht angesehen, das möglichst kostenfrei zur Verfügung stehen sollte. Das Kriterium „Preissetzungsmacht“ ist also bei der Deutschen Telekom so unerfüllt, wie die Hoffnung Griechenlands auf einen soliden Staatshaushalt (1 Kriterium – Preissetzungsmacht - eindeutig nicht erfüllt)!

In diesem Umfeld ist auch ein weiteres Kriterium, gute Kalkulierbarkeit der zukünftigen Geschäftsentwicklung, mit einem dicken Fragezeichen zu versehen. Grundsätzlich generiert das Geschäftsmodell wiederkehrende und (bislang) recht stabile Einnahmen, so dass im Prinzip eine gewisse Vorhersehbarkeit gegeben

sein sollte. Allerdings ist es nahezu unmöglich zu prognostizieren, wie weit die Regulierungswut bei den Preisvorgaben noch gehen wird.

Ebenso ist es schwer, technologische Entwicklungen vorherzusehen. So wird zum Beispiel die klassische SMS durch nahezu kostenlose Dienste wie „*Whatsapp*“ mehr und mehr bedroht und mit einer Datenflatrate sind Telefonate über „*Skype*“ weltweit komplett gebührenfrei möglich. Insofern ist die Aussage, „Telefoniert wird immer!“, zwar richtig. Die große Frage dabei ist aber, wie die Telekommunikationsfirmen aus dieser Tatsache überhaupt noch Kapital schlagen können (2. Kriterium – gute Kalkulierbarkeit der zukünftigen Geschäftsentwicklung – nicht erfüllt).

Ist die Deutsche Telekom nicht trotzdem ein hoch profitables Unternehmen? Die Zahlen suggerieren dies ja vordergründig. Laut Geschäftsbericht 2012 hat die Deutsche Telekom im Gesamtjahr ein EBITDA (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen) in Höhe von Euro 18,00 Mrd. erwirtschaftet. Das entspricht einer beeindruckenden Marge von 30,9 % bezogen auf den Umsatz. Der „FCF“ (Free Cash Flow = freier Barmittelzufluss) beläuft sich auf Euro 6,2 Mrd. Waren meine vorangegangenen Ausführungen also nur Jammern auf hohem Niveau? Leider nein!

Stellen Sie sich vor, Sie würden ein Unternehmen gründen. Um den Geschäftsbetrieb aufzunehmen, müssten Sie zunächst Kapital investieren. Nehmen Sie an, Sie würden insgesamt Euro 1 Mio. in Ihr neues Geschäft stecken.

Nach einem Jahr sind Sie übergücklich! Sie haben doch tatsächlich auf Anhieb einen Umsatz von Euro 100.000,00 erwirtschaftet. Und das Beste aus Ihrer Sicht ist: Euro 30.900,00 blieben als Gewinn für Sie hängen, eine EBITDA-Rendite von 30,9 %. Sie sind hochprofitabel - denken Sie!

Gut, natürlich müssen Sie von den Euro 30.900,00 noch Zinsen für das Darlehen bezahlen, das Sie zur Finanzierung des Startkapitals von Euro 1 Mio. aufnehmen mussten. Ihre Geschäftsausstattung muss regelmäßig erneuert oder ergänzt werden. Dementsprechend nehmen Sie jährliche Abschreibungen vor, und auch das Finanzamt möchte an Ihrem Erfolg teilhaben. Aber unter dem Strich können Sie wohl viele, die Sie schon immer vor dem Sprung in die Selbständigkeit gewarnt haben, mit Ihren Zahlen beeindrucken.

Der Haken? Das beschriebene Geschäft ist in Wirklichkeit grottenschlecht! Die EBITDA-Rendite bezogen auf den Umsatz ist zwar ungewöhnlich hoch, aber sie ist viel zu teuer erkaufte! Die entscheidende Betrachtung ist: Aus einer Investition von Euro 1 Mio. haben Sie einen Ertrag in Höhe von Euro 30.900,00 erwirtschaftet.

Das Ergebnis nach Abschreibungen und vor Zinsen und Steuern (EBIT) liegt entsprechend noch unter Euro 30.900,00, womit sich Ihr investiertes Kapital mit weniger als 3 % verzinst. Dafür das ganze Risiko und die viele Arbeit!? Da hätten Sie das Geld doch lieber in Aktien der *Münchener Rück* oder noch besser bei *Intelligent Investieren* anlegen können! Die Kapitalrendite (oder ROCE = Return on Capital Employed) wäre dann viel höher als 3 % ausgefallen!

Die *Deutsche Telekom* weist seit 2009 den ROCE in ihren Geschäftsberichten aus. Die Entwicklung ist ernüchternd: 2009 betrug er 3,9 %, 2010 3,5 %, 2011 3,8 % und 2012 war er durch „Sonderabschreibungen“ (Bei der Regelmäßigkeit der zusätzlichen Abschreibungen muss die Frage erlaubt sein, ob der Vorsatz „Sonder“ noch angebracht ist!) sogar negativ bei - 2,3 %.

Die Herleitung des Capital Employed (also die Summe des Kapitals, das bei der Deutschen Telekom in Servern, Mobilfunklizenzen, Netzen und Infrastruktur gebunden ist) ist gemäß Geschäftsbericht 2012 über das operative Ergebnis nach Abschreibungen (EBIT) und kalkulatorische Steuern möglich. Um Ihnen und mir diesen Rechenweg zu ersparen, beziehe ich mich einfach auf eine Veröffentlichung des Finanzvorstandes der Deutschen Telekom, Timotheus Höttges, vom 05.12.2011. Darin beziffert er das gebundene Kapital mit rund Euro 130 Mrd.

Auf dieses, für das Unternehmen arbeitende Kapital, erwirtschaftet man also eine Verzinsung von unter 4 %, 2012 sogar nichts. So schnell kann der schöne Schein der immer in den Vordergrund gestellten EBITDA-Rendite verblassen!

Nun gibt es noch eine zweite Chance, dass das Geschäft vielleicht doch gar nicht so mies abschneidet: Die Eigenkapitalrendite (ROE = Return on Equity).

2012 betrug die Eigenkapitalquote nur noch 28,3 % oder Euro 30,5 Mrd. Die ausgewiesenen Konzernüberschüsse (bereinigt mal wieder um „Sonder“einflüsse) im Verhältnis zu den jeweiligen Eigenkapitalbeträgen in den letzten 5 Jahren ergeben in etwa eine Rendite von knapp 8 % im Durchschnitt. Gar nicht so schlecht, aber auch nicht überragend! Setzt man den unbereinigten Konzernüberschuss an, ergibt sich für die vergangenen 5 Jahre insgesamt sogar eine negative Eigenkapitalrendite. Das Eigenkapital, das 2008 noch Euro 43,1 Mrd. betrug, reduziert sich so Jahr für Jahr!

Stellen Sie sich vor, Sie hätten in Ihr oben beschriebenes Geschäft nur Euro 283.000,00 Eigenkapital eingebracht. Der Rest in Höhe von Euro 717.000,00 käme in Form eines Kredites von einer Bank. Bei jeder unvorhergesehenen Ausgabe wären Sie auf das Wohlwollen Ihrer Bank angewiesen. Könnten Sie noch ruhig schlafen? Sicher nur, wenn Ihr Geschäft eine sichere Bargeldmaschine wäre!

Die (trotz allem nur) moderate Eigenkapitalrendite der *Deutschen Telekom* ist also durch eine übermäßige Fremdkapitalhebelung teuer erkauft. Gerade in dem immer unsicherer werdenden Geschäft der Telekommunikationsbranche ist eine solch geringe Eigenkapitalquote zunehmend bedenklich. Solange die Cash-Flows der Deutschen Telekom extrem sicher waren, stellte sie freilich noch keine gravierende Gefahr dar!

Übrigens: Wenn Sie nun meinen, ich selbst würde ja auf ähnliche Weise meine Eigenkapitalrendite steigern und demnach ebenfalls ein beträchtliches Risiko eingehen, dann haben Sie sehr gut aufgepasst und natürlich Recht! Mein aktueller Fremdkapitaleinsatz muss bei steigenden Bewertungen reduziert werden. Er ist nur zu rechtfertigen, weil ich zu ausgesprochen günstigen Preisen erstklassige Unternehmensbeteiligungen erwerben konnte. Bei der Deutschen Telekom war das in der Vergangenheit leider oft genau andersherum!

Ich möchte Sie nun mit diesem kleinen Exkurs in die Bilanzanalyse nicht weiter foltern. Ich hoffe, dass es überhaupt jemand bis zu dieser Stelle geschafft hat. Herzlichen Glückwunsch! Dann wissen Sie nun auch, dass ein 3. Kriterium – hohe Kapitalrendite – bei der Deutschen Telekom nicht erfüllt ist. Eventuell ist das sogar eine neue Erkenntnis für Sie? Na, dann hat sich Ihr Durchhaltevermögen ja wirklich gelohnt!

Damit wären wir „schon“ beim letzten Kriterium „Sicherheitspuffer“. Erfüllt ein Unternehmen im besten Falle alle o.a. Kriterien, darf es dennoch nicht an diesem scheitern! Je besser ein Unternehmen ist, desto geringer kann die Sicherheitsmarge sein. Ganz verzichten sollte man jedoch nicht auf sie!

Leider fällt die Deutsche Telekom, wie sollte es anders sein, auch in dieser Hinsicht durch! Bei einem Aktienkurs von rund Euro 9,00 beträgt der Börsenwert insgesamt noch rund Euro 39 Mrd. Hinzurechnen muss man die Nettoverschuldung von Euro 36,9 Mrd. (!!) Ende 2012. Damit kommt man auf eine Bewertung des Unternehmens in Höhe von Euro 75,9 Mrd.

Die Umsatzerlöse 2012 beliefen sich auf Euro 58,2 Mrd. Der durchschnittliche (um „Sondereinflüsse“ bereinigte) Konzernüberschuss der vergangenen 5 Jahre betrug Euro 3,12 Mrd. Beim nicht bereinigten Konzernüberschuss fällt sogar ein Minus von Euro 0,22 Mrd. im Fünfjahresschnitt an.

Ich denke, ich kann Ihnen an dieser Stelle ersparen, auf weitere Details des Zahlenwerkes einzugehen. Zu offensichtlich ist, dass die Aktie der *Deutschen Telekom* selbst bei einem Kurs von Euro 9,00 kein besonderes Schnäppchen ist (4. Kriterium – Sicherheitspuffer – also ebenfalls nicht erfüllt). Damit steht es am Ende 2:4 gegen ein Investment in das Unternehmen!

Um es nochmals klar zu sagen: An der ganzen Misere des Unternehmens ist *René Obermann* weitgehend unschuldig! Er hat alles in seiner Macht stehende getan, um die Situation zu verbessern. Die ihm überlassenen Altlasten benötigen aber noch ein paar weitere Jahre des Aufräumens.

Besonders die von *Ron Sommer* auf dem Höhepunkt der Spekulationsblase im Jahr 2000 vorgenommene Übernahme des US-Mobilfunkers *Voicestream* (heute: *T-Mobile USA*) für rund Euro 39,4 Mrd. hat die heutige Verschuldung maßgeblich mit verursacht. Diese Übernahme stellt sich auch viele Jahre später als ein großes Desaster dar. Sie zeigt, dass im Aktienboom der 90er Jahre nicht nur Kleinanleger blind vor Gier waren, sondern auch hoch bezahlte Manager. Tröstet Sie das nicht auch ein wenig?

Aktien der *Deutschen Telekom* hätten also nicht den Weg in mein Depot finden dürfen! Zum Glück steht die Länge meiner Ausführungen zu diesem Thema nicht im direkten Zusammenhang mit den Verlusten, die ich mit meinem Fehlgriff verursacht habe (unter Euro 1.000,00)! Aber sie reflektiert die Bedeutung der

Fehlentscheidung durchaus adäquat! Mir ist es wichtiger, meine Fehler zu erkennen und zu analysieren, als das zu beschreiben, was ich besonders gut gemacht habe. Aber keine Sorge, auch davon berichte ich noch!

Ich werde genau beobachten, zu welchem Unternehmen *René Obermann*, der seinen Abgang von der Deutschen Telekom per Ende 2013 bereits verkündet hat, gehen wird. Sollte es börsennotiert sein und dieses Mal meine übrigen Investmentkriterien ebenfalls erfüllen, steige ich ein!

Dank *Obermann* sehe ich die *Deutsche Telekom* aus heutiger Sicht auch nicht mehr komplett negativ. Das Unternehmen hat sich in den letzten Jahren sogar besser geschlagen als viele Wettbewerber. Es wird wohl aber erst zu einer Konsolidierung in der Branche kommen müssen, bevor es wieder nachhaltig aufwärts geht. Das wird eine spannende Entwicklung, die ich nun mit großem Interesse aus sicherer Entfernung verfolgen werde!

Performancevergleich:

Die folgende Übersicht stellt meinen Anlageerfolg 2012 zusätzlich weiteren bedeutenden Indizes sowie aktuell beliebten Investmentfonds gegenüber:

<u>INTELLIGENT INVESTIEREN:</u>	43,75 %
MSCI World (inkl. Dividenden, €):	14,05 %
EuroStoxx50 (inkl. Dividenden):	18,06 %
S&P 500 (inkl. Dividenden):	16,00 %
<u>Dax 30 (inkl. Dividenden):</u>	29,06 %
Carmignac Investissement (A):	8,90 %
DWS Vermögensbildungsfonds I:	11,10 %
FMM – Fonds:	14,66 %

Das dritte Jahr hat meine im letzten Jahr an dieser Stelle getroffene Aussage bestätigt. Demnach sollten die zu sehr günstigen Preisen vorgenommenen Investitionen der vergangenen Jahre die Grundlage für eine erfolgreiche Entwicklung geschaffen haben. Ich denke, dass die Zahlen dies sehr deutlich belegen. Ich bin darüber hinaus davon überzeugt, dass sich diese positive Entwicklung auch noch weiter fortsetzen wird!

Investitionen:

Es folgt eine Aufstellung der von mir am 31.12.2012 gehaltenen Unternehmensbeteiligungen mit einem Marktwert über Euro 15.000,00:

Aktienanzahl	Unternehmen	Kaufpreis	Marktwert
2.000	Bank of America Corp.	€ 11.639	€ 17.370
330	Fuchs Petrolub AG	10.080	16.886
245	International Business Machines Corp.	35.805	35.565
5.937	KROMI Logistik AG	47.042	50.761
445	Münchener Rückversicherung AG	41.891	60.554
480	Sanofi S.A.	22.321	34.589
164	Sto AG	18.133	18.377
1.041	Talanx AG	20.281	22.327
12.250	Tesco Plc	48.323	49.931
1.900	Wells Fargo & Co.	31.276	49.237
	Andere	27.595	38.254
	Gesamte Aktien zum Marktwert	€ 314.386	€ 393.851
	Kredit	151.055	151.055
	Eigenkapital	€ 163.332	€ 242.796

It's simple, but not easy! (Es ist einfach, aber nicht leicht!)

Der Grundgedanke ist einfach: Wenn man immer wieder 1 Euro für z.B. 60 Cent kauft, wird man langfristig reich! Warum gelingt es aber so wenigen Anlegern, diesen simpel klingenden Grundsatz wirklich erfolgreich umzusetzen? Nun, weil er in der Praxis eben nicht so leicht umzusetzen ist! Dafür gibt es viele Gründe. Das Haupthindernis ist aber wohl die menschliche Psyche. Werthaltiges / intelligentes Investieren ist am Ende immer auch eine Charakterfrage!

Wäre die Börse der effiziente Markt, für den ihn noch immer viele „Experten“ halten, wäre es theoretisch unmöglich, dort 1 Euro für weniger als diesen zu kaufen. Die täglichen Börsenpreise spiegeln dann immer genau den „tatsächlichen Wert“ der Unternehmen wider. Insofern stellt sich zunächst die Frage: Wie kann es überhaupt gelingen, an einem scheinbar so effizienten Markt Dinge unter ihrem Wert zu kaufen?

Die Antwort habe ich bereits im letzten Jahresbericht angedeutet: „Mr. Market“ gibt uns diese Chance, denn er kann von Zeit zu Zeit unter schrecklichen Depressionen leiden. Dann verschleudert er seine Aktien zu unrealistisch niedrigen Preisen. Das Problem daran: „Mr. Market“ sind wir alle! Wäre es nur eine Minderheit der Marktteilnehmer, hätte „Mr. Market“ nicht eine solche Kraft. Leidet er also unter einer schlimmen Verstimmung, leiden wir in der Regel genauso mit. Hat er Angst, haben wir Angst. Ist er in Panik, sind wir es ebenso! Es liegt in der Natur dieses Herdentriebes, dass es nur ganz wenige Schafe geben kann, die in einer solchen Situation in die entgegengesetzte Richtung marschieren!

Viele Schnäppchenpreise gibt es also nur dann, wenn die Masse der Anleger wirklich verzweifelt ist. Nutzen kann diese Schnäppchen aber eben nur der, dessen Psyche in der Lage ist, sich von dieser Stimmung abzukoppeln. Dazu gehört Erfahrung, aber auch eine gewisse positive Grundhaltung.

Wenn man davon ausgeht, dass negative äußere Einflüsse dazu führen, dass das gesamte Wirtschaftssystem irgendwann zusammenbricht, wird man in einer allgemeinen Krise wohl dazu neigen, auch dann keine Aktien zu kaufen, wenn sie wirklich zu Spottpreisen gehandelt werden. Nur der Anleger, den die Grundüberzeugung leitet, dass Krisen, egal wie groß sie auch sein mögen, vorüber gehen und nichts am

allgemeinen Trend der langfristigen Mehrung des Wohlstands ändern, greift dann beherzt zu! Der Charakter des Menschen ist also tatsächlich ein wesentlicher Erfolgsfaktor!

Das vergangene Jahrhundert wurde geprägt von Ereignissen und Katastrophen, die die Welt vorher in einem solchen Ausmaß noch nie erlebt hatte: zwei Weltkriege, kalter Krieg, atomare Bedrohung, Ölkrise etc. Auch wenn wir an die vergangenen Jahre denken, müsste man eigentlich zu dem Schluss kommen: In dieser Welt kann man nicht sicher investieren! Und doch ist das Gegenteil der Fall: Erst durch diese Ereignisse, die die Menschen von Zeit zu Zeit in Angst und Schrecken versetzen, kann man *wirklich* sicher investieren!

Wenn die Menschheit nicht durch einen Atomkrieg ausgelöscht wird oder Eigentumsrechte durch politische Umwälzungen bedroht werden, wird es immer wieder Unternehmen geben, die durch eine besonders große Innovationskraft die Bedürfnisse der Kunden besser befriedigen als andere und damit wachsende Werte für ihre Eigentümer schaffen.

Die einzige Chance, erfolgreich zu investieren, liegt deshalb aus meiner Sicht darin, sich Unternehmen genau anzusehen und diese bis ins kleinste Detail zu analysieren. Auf diese Weise kann man den Erfolg wirklich selbst beeinflussen. Wenn man zusätzlich auch noch versucht, die politischen oder wirtschaftlichen Entwicklungen vorherzusehen, generiert man keinen Mehrwert, denn das ist schlicht unmöglich! Das Einzige, wovon man in diesem Zusammenhang ausgehen sollte, ist, dass diese unvorhersehbaren Ereignisse langfristig keinen Einfluss darauf haben, ob sich qualitativ hochwertige Unternehmen erfolgreich und für den Anleger profitabel entwickeln können.

Ein erfolgreicher Investor sollte nach meiner Meinung also grundsätzlich ein Optimist sein. Ein Weltuntergangsprophet hat nur eine Chance: die, dass die Welt wirklich untergeht! Sein Pech: Damit ist auch das eigene Ende besiegelt. Recht zu behalten wird für ihn also sehr unangenehm! Unrecht zu haben dagegen ist aufgrund all der verpassten Chancen unbezahlbar teuer. Ich frage mich, warum es bei diesen Aussichten zurzeit dennoch so viele dieser Vertreter gibt!

Einen Euro für weniger als diesen zu kaufen, gelingt aber nicht nur in allgemeinen Depressionsphasen des Marktes. Es gibt zu jedem Zeitpunkt Unternehmen, die von der Mehrheit der Anleger kaum beachtet werden (natürlich weniger, wenn die Kurse allgemein sehr hoch stehen). Wenn man sich an einem solchen Unternehmen beteiligt, gilt der Satz, „It's simple, but not easy!“, gleichermaßen!

Tesco – ein hoffnungsloser Fall?

Wenn man im letzten Jahr nach der ersten „Gewinnenttäuschung“ seit 20 Jahren Aktien der britischen Supermarktkette *Tesco* gekauft hat, wurde man kaum mit viel Applaus bedacht! Die Zeitungen sind seitdem nämlich voll mit teilweise hämischen Kommentaren, die das Ende der Erfolgstory von *Tesco* voraussagen. Der Konzern hat schließlich an allen Fronten zu kämpfen: Im Heimatmarkt geht der Marktanteil (leicht) zurück, im restlichen Europa läuft es schleppend und das Abenteuer „*Fresh & Easy*“ in den USA stellt sich als ein Milliardengrab heraus. Erfolg sieht offenbar anders aus!

Wenn man trotz alledem in ein solches Unternehmen investiert, sollte das vor allem zwei Gründe haben:

- Eine gründliche eigene Recherche ergibt, dass alle Probleme der Gegenwart langfristig lösbar sind.
- Das Unternehmen ist im Vergleich zu den nachhaltig erzielbaren Gewinnen (auch ohne große Wachstumshoffnungen!) ein wirkliches Schnäppchen.

Sämtliche, bereits im Zusammenhang mit der Deutschen Telekom genannten Investitionskriterien gelten natürlich ebenfalls!

Nahezu alle Medien berichten seit der „Gewinnwarnung“ Anfang 2012 kritisch über *Tesco*. Angesichts der aktuellen Herausforderungen ist das natürlich verständlich. Allerdings erscheint mir die Berichterstattung wenig differenziert. Sie vermittelt den Eindruck, als handele es sich um ein Unternehmen, das sich in einer existenziellen Krise befindet. Diese Darstellung geht entweder auf eine oberflächliche Recherche zurück, oder sie ist ein Ergebnis des typischen Hanges zur Übertreibung von Journalisten, die dem besseren Verkauf ihrer Stories dient.

In einer Zeit, in der die Zeitungsbranche durch die Verbreitung des Internets wirtschaftlich schwer bedroht ist, fällt mir in diesem Zusammenhang eine zunehmend mangelhafte Qualität der Berichterstattung auf. Es ist offensichtlich, dass viele Autoren nur das wiederholen, was sie woanders bereits gelesen haben. Für gründliche eigene Recherchen bleibt scheinbar kaum noch Zeit. Verlässt sich ein Anleger bei seinen Investitionsentscheidungen nun vorwiegend auf diese, meist wenig tiefgründige Berichterstattung, wird er deshalb wohl keine überdurchschnittlichen Erfolge erzielen.

Journalisten sind selten Investoren, die ausgewogen untersuchen, ob ein Unternehmen zum aktuellen Börsenpreis attraktiv ist. Es geht ihnen darum, Artikel zu verkaufen. Das funktioniert am besten, wenn diese möglichst „aufregend“ und leicht verständlich sind, denn dann sind sie für eine breite Leserschaft interessant und erzielen so einen höheren Preis. Journalisten und Anleger haben also ganz unterschiedliche Ziele: Die einen möchten durch die Veröffentlichung ihrer Texte Geld verdienen, die anderen durch intelligentes Investieren in gute Unternehmen. Kennen Sie Medien, die diese beiden Interessen unter einen Hut bekommen, insbesondere in Deutschland, wo das Interesse für Aktienanlagen gegen Null tendiert?

Muss man als intelligenter Investor also auch noch die Qualität der Presseveröffentlichungen kritisch hinterfragen? Kann man wirklich so überheblich sein und denken, man sei schlauer als diejenigen, die in z.T. angesehenen Zeitungen Artikel veröffentlichen dürfen? Aus meiner Sicht unbedingt! Zum intelligenten Investieren gehört ein unabhängiges, eigenständiges Denken, das als Analyseergebnis manchmal genau das Gegenteil dessen hervorbringt, was allgemein als Konsens gilt.

Natürlich ist das mit einigem Aufwand verbunden! Man muss sehr viel und vor allem die entscheidenden Sachen lesen. Wichtige Informationen sind dann aber oft nur „zwischen den Zeilen versteckt“. Für mich wird ein Unternehmen, das unter einer pauschal negativen Presse leidet, dadurch oft erst richtig interessant! *It's simple, but not easy!* Auch diese Herausforderung ist damit gemeint!

Es gibt sicherlich nicht viele europäische Unternehmen, die in den vergangenen 18 Monaten so schlecht beurteilt wurden wie *Tesco*! Nach einer sorgfältigen Analyse der Fakten bin ich sehr froh, dass mir diese schlechte Stimmungslage einen aus meiner Sicht sehr attraktiven Einstiegspreis ermöglicht hat!

Tesco ist die größte Handelskette in Großbritannien und hinter *Wal-Mart* und *Carrefour* die drittgrößte weltweit. Mit über 500.000 Mitarbeitern und einem Umsatz in Höhe von GBP 72,4 Mrd. inkl. Mehrwertsteuer (= ca. Euro 85 Mrd.) in 2011/2012 (Geschäftsjahr bis Ende Februar!) ist es ein echter Gigant! Während allerdings viele Einzelhändler eher geringe oder sogar negative Margen (z.B. *Metro*, *Carrefour*) erwirtschaften, war *Tesco* mit einem Nettogewinn von GBP 2,8 Mrd. und einem ROCE von 13,3 % in 2011/2012 ungewöhnlich profitabel. Dies war auch in den Vorjahren der Fall!

Im vor kurzen veröffentlichten Bericht für 2012/2013 schmolz jedoch der Nettogewinn auf nur noch GBP 120 Mio. zusammen. Dafür waren verschiedene Sonderfaktoren verantwortlich, die ich nachfolgend noch näher erläutere. Ohne die einmaligen Belastungen belief sich der Handelsgewinn aber noch immer auf rund GBP 3,5 Mrd. (im Vorjahr: GBP 3,8 Mrd.).

Dieser, auch ohne die Sondereffekte rückläufige Gewinn, resultiert zu einem Teil aus einer Investitionsoffensive in das britische Kerngeschäft („*Build a Better Tesco*“) in Höhe von insgesamt GBP 1 Mrd. Damit soll der während des stürmischen internationalen Wachstums aus dem Blick verlorene Heimatmarkt wieder in eine bessere Form gebracht werden.

Der ROCE erreichte im vergangenen Geschäftsjahr einen Wert von 12,7 % (Vorjahr: 14,7 %, bereinigt um das nicht fortgeführte US-Geschäft). Wenn man also die Sonderfaktoren ausklammert, ist *Tesco* weiterhin sehr profitabel! Die Medienberichte suggerieren jedoch eher eine massive Schieflage. Wenn so Unternehmen in Not aussehen, wünsche ich mir viel mehr davon!

Tatsächlich hat *Tesco* mit einigen Herausforderungen zu kämpfen. Das über viele Jahre starke Wachstum hat zu einer zunehmenden Vernachlässigung des wichtigen Heimatmarktes geführt. In Großbritannien erreicht *Tesco* einen Marktanteil von rund 30 % im Lebensmitteleinzelhandel! Dort werden zwei Drittel des Gewinnes erwirtschaftet. Dieser Markt gehört deshalb unbedingt wieder in den Mittelpunkt aller Bemühungen!

Die US-Expansionspläne waren rückblickend wenig ausgerechnet und haben unter dem Strich nur Geld verbrannt. Auch das übrige Geschäft in Europa leidet unter der aktuellen Krise und entwickelt sich überwiegend rückläufig.

In Asien dagegen nimmt *Tesco* meist führende Positionen ein. In Südkorea (größter Markt außerhalb Großbritanniens!) ist *Tesco* Marktführer und in allen anderen Ländern, in denen man operiert, (außer China) immer unter den Top 2!

Zusammenfassung der Probleme und ergebnisbelastenden Sonderfaktoren:

- 1) Heimatmarkt wurde vernachlässigt und stagniert nun (**GBP 1 Mrd.** Investitionsvolumen, um gegenzusteuern)
- 2) US-Expansion mit „*Fresh & Easy*“ ist ein finanzielles Desaster (Trennung / Abschreibung: **GBP 1 Mrd.**)
- 3) Europäische Märkte (Ungarn, Tschechien, Polen) leiden unter der „Eurokrise“ (Abschreibung: **GBP 495 Mio.** inkl. Türkei)
- 4) verkürzte Öffnungszeiten in asiatischen Märkten (insbesondere Südkorea) aufgrund gesetzlicher Vorgaben reduzieren Handelsgewinne dort
- 5) Ende des „*Space Race*“ in Großbritannien, insbesondere als Folge des boomenden Onlinehandels, führt zu Wertverlust von bereits erworbenen Grundstücken, die nun z.T. nicht oder nur in kleinerem Maße entwickelt werden (Abschreibung: **GBP 804 Mio.**)
- 6) Nichtlebensmittelbereich gerät durch die Abwanderung der Kunden ins Internet zunehmend unter Druck. Margen sinken durch Preistransparenz tendenziell.
- 7) Discounter, wie Lidl und Aldi, expandieren erfolgreich in *Tescos* Kernmärkten. Rezession in Europa begünstigt deren Erfolg zusätzlich.

Das Unangenehme der *Tesco*-Probleme ist, dass Sie alle zur gleichen Zeit und nach einer nahezu ununterbrochenen 20jährigen Erfolgsphase auftreten, quasi wie ein Blitz aus heiterem Himmel – natürlich ein gefundenes Fressen für die Medien, die daraus im Ergebnis die Story vom „Sturz eines Handelsgiganten“ kreieren. Bei einigen Journalisten schwingt wohl auch ein wenig Schadenfreude mit, denn schließlich wird *Tesco* für den Tod vieler kleiner „Tante-Emma-Läden“ verantwortlich gemacht.

Beruhigend ist aus meiner Sicht jedoch, dass die Probleme tatsächlich überwiegend Sondereffekte darstellen (Punkte 2, 3 und 4) oder sich bereits in der Lösungsphase befinden (Punkte 1, 5 und 6).

Die Bedrohung durch die stark wachsenden Discounter dagegen ist aus meiner Sicht sehr gefährlich, denn diese haben ein gewichtiges Argument auf ihrer Seite: sehr gute Qualität zu äußerst attraktiven Preisen. Diese Kombination ist, insbesondere bei finanziell angeschlagenen Verbrauchern, einfach unglaublich sexy! *Tesco* muss deshalb anstreben, von den Konsumenten wieder als der Supermarkt wahrgenommen zu werden, der Produkte von höchster Qualität mit einem guten Preis-Leistungsverhältnis anbietet. Insbesondere der jüngste „Pferdefleischskandal“ hat in dieser Hinsicht sicher keinen Fortschritt gebracht!

Ich traue *Tesco* aber zu, dass es gegen den Angriff der Discounter bestehen kann, denn schließlich unterscheiden sich die Konzepte schon jetzt gar nicht so gravierend! Genau wie *Aldi* und Co. besteht das Sortiment bei *Tesco* zu einem großen Teil aus Eigenmarken, die keinen Preisvergleich scheuen müssen. Hinzu kommen Markenprodukte, die *Tesco* aufgrund seiner Einkaufsmacht prinzipiell ebenfalls günstiger bzw. mit höheren Margen als der Wettbewerb verkaufen kann.

Größe ist äußerst wichtig für Einzelhändler! Es ist schwer für Wettbewerber, diesen Vorsprung einzuholen. Darin besteht aus meiner Sicht der entscheidende Burggraben („Moat“ = Markteintrittsbarriere) um *Tesco*. Gleichzeitig ist dies aber wohl auch einer der Gründe, warum man mit seiner (zu?) späten Expansion in den USA keinen Erfolg hatte. Der Abstand zu *Wal-Mart* und auch *Aldi* / *Trader Joe's* war uneinholbar. Im Gegenzug halte ich aber auch die dominierende Marktstellung von *Tesco* in Großbritannien für kaum gefährdet.

Die USA werden nach der Trennung von „*Fresh & Easy*“ keine Kosten mehr verursachen, die europäischen Märkte sollten nach einer Verbesserung der wirtschaftlichen Lage wieder erfolgreicher agieren können und die reduzierten Öffnungszeiten in Asien werden zwar sicher nicht wieder zurückgenommen, verlieren aber ihren statistischen Basiseffekt.

Die wohl größte Aufgabe besteht darin, im wachsenden Internethandel erfolgreich zu sein. Wo es gestern noch darauf ankam, sich möglichst gigantische Einzelhandelsflächen zu sichern („Space Race“), steht man heute vor dem Problem, dass viele Kunden diese riesigen Einkaufszentren gar nicht mehr besuchen, weil sie mit ihren Einkäufen zumindest im Nichtlebensmittelbereich auf das Internet ausweichen. Es ergeben sich daraus vor allem zwei Herausforderungen für *Tesco*:

- Wie kann die vorhandene, z.T. überdimensionierte Verkaufsfläche, in Zukunft noch effektiv genutzt werden? Insbesondere der Handel mit Nichtlebensmitteln, für den große Teile der Verkaufsflächen reserviert waren, wandert zunehmend in das Internet ab.
- Wie schafft man es, den Verlust von Umsätzen im stationären Handel durch eigene Onlineangebote zumindest zu ersetzen, und zwar ebenso profitabel wie das übrige Geschäft?

Tescos antworten auf diese Fragen sind aus meiner Sicht bereits heute sehr vielversprechend, benötigen aber in der Umsetzung noch Zeit. *Tesco* eröffnet zukünftig weniger und vor allem kleinere Filialen und nutzt die vorhandenen Flächen für ganz neue Angebote, die durch ihre eigene Anziehungskraft Kunden in die Märkte locken sollen.

So hat *Tesco* bereits eine sehr erfolgreiche „kinderfreundliche“ Restaurantkette (*Giraffe*) sowie ein beliebtes Kaffeehausunternehmen (*Harris+Hoole*) übernommen. Diese Geschäfte werden in Zukunft in immer mehr großen *Tesco*-Märkten zu finden sein. Sie sorgen mit dafür, dass es auch in Zukunft für viele Kunden attraktiv sein wird, große stationäre *Tesco*-Geschäfte zu besuchen sowie die vorhandenen Flächen profitabel zu nutzen.

Im Onlinehandel ist *Tesco* zudem bereits heute relativ erfolgreich. Im abgelaufenen Geschäftsjahr (bis Ende Februar 2013) erzielte man einen Umsatz in Höhe von über GBP 3 Mrd, ein Wachstum von mehr als 13 % gegenüber dem Vorjahr. In diesem Bereich bietet *Tesco* einen Service, der in mir den Wunsch aufkommen lässt, dass es das Unternehmen auch in Deutschland geben möge:

„*Click & Collect Groceries*“: Kunden können ihre Lebensmitteleinkäufe online vornehmen. Der Warenkorb wird dann von *Tesco* - Mitarbeitern zusammengestellt. An bereits 150 „*collection points*“ können die Kunden dann an 7 Tagen in der Woche (!) bequem ihre Einkaufstaschen abholen. Der wöchentliche Stress in überfüllten Supermärkten entfällt, für nur GBP 2,00 pro Einkauf. Für mich wäre das ein Traumangebot!

„*Tesco direct*“: Dieser Onlineshop ist vergleichbar mit Amazon. *Tesco* bietet selbst alle erdenklichen Produkte an, aber auch fremde Händler können gegen Provision dort ihre Waren einstellen. Dadurch kann man meist sehr günstigste Preise bieten. Durch „*Free Click & Collect*“ können die bestellten Artikel dann in über 1.500 Märkten in Großbritannien kostenfrei abgeholt werden. Für Kleidung (u.a. die sehr erfolgreiche Eigenmarke *F&F*) gibt es diesen Service in etwa 850 Zweigstellen. Natürlich ist gegen Gebühr auch eine Lieferung nach Hause möglich.

Ein sehr wichtiger Vorteil ist darüber hinaus, dass *Tesco* seine Kunden so gut wie kaum ein anderes Einzelhandelsunternehmen kennt. Über die *Tesco Clubcard*, mit der bei jedem Einkauf ein Punkt pro GBP Umsatz angesammelt wird, erhält *Tesco* sehr detaillierte Einblicke über das Kaufverhalten jedes einzelnen Kunden. Viermal im Jahr bekommt jeder Karteninhaber eine Übersicht seiner gesammelten Punkte zusammen mit Gutscheinen, die für Käufe eingelöst werden können.

Tesco hat dieses System in letzter Zeit so verfeinert, dass die Kunden wirklich nur Gutscheine für diejenigen Produkte erhalten, die sie laut der Datenauswertung auch tatsächlich benötigen. Dadurch ist eine äußerst effektive Kundenbindung möglich. *Tescos* Kunden sind gläsern, profitieren aber davon durch maßgeschneiderte Angebote!

Ich könnte meine Ausführungen noch weiter fortsetzen, denke aber, dass schon die wenigen Beispiele zeigen, dass es sich bei *Tesco* um einen wirklich innovativen Einzelhändler handelt, der ganz und gar nicht einem behäbigen Dinosaurier ähnelt, der vom Aussterben bedroht ist.

Ich mache mir deshalb um die Zukunftsfähigkeit des Unternehmens keine großen Sorgen! *Tesco* besitzt eine „Erfolgs-DNA“, die nicht viele Firmen haben. Mit *Philip Clarke* wird es zudem von einem ausgesprochen fähigen Manager geführt, der das Unternehmen wie kaum ein anderer kennt. Schon als 14jähriger füllte er in den Ferien Supermarktregale bei *Tesco* auf! Seit dem 2. März 2011 ist er Chef!

In 2-3 Jahren erwarte ich wieder steigende Erträge für die Aktionäre, hervorgerufen auch durch geringere Investitionen in Neueröffnungen. Die Zeiten des stürmischen Wachstums sind jedoch vorbei. Mit einer aktuellen Dividendenrendite von über 4 % und einem KGV von etwa 10 kann man in Ruhe eine Besserung der Lage abwarten. Dieser Veränderungsprozess wird nicht über Nacht zu sichtbaren Erfolgen führen. Es wird ein langer von vielen kleinen Einzelmaßnahmen gepflasterter Weg, an dessen Ende für *Tesco* neue Stärke und vor allem Nachhaltigkeit stehen wird!

Ein letzter Aspekt, der ein Investment in *Tesco* auf dem derzeitigen Niveau zusätzlich sehr gut absichert, soll meine Ausführungen zu diesem Unternehmen beschließen:

Tesco ist nicht nur Einzelhändler, sondern auch ein großes Immobilienunternehmen! Stellen Sie sich eine Freifläche am Rande eines Wohngebietes in einer mittelgroßen Stadt vor, möglicherweise ein Stück Ackerland. Diese Fläche wird, wenn *Tesco* wie üblich „inkognito“ auftritt, relativ günstig zu erwerben sein, denn die Nutzungsmöglichkeiten waren bisher ja eher begrenzt. Nun kommt *Tesco* ins Spiel und baut auf diesem günstig erworbenen Land einen Supermarkt oder sogar ein ganzes Einkaufszentrum.

Plötzlich erhält diese, bis dahin fast wertlose Immobilie, einen beträchtlichen Wert, den *Tesco* in einigen Fällen durch den Verkauf und anschließende Anmietung („*Sale-and-Lease-Back*“) auch hebt. Damit schafft *Tesco* quasi aus dem Nichts zusätzliches Kapital. (Wie an den aktuellen Immobilienwertabschreibungen in Großbritannien zu sehen ist, gibt es auch in diesem Geschäftsbereich Risiken. Aber in der Summe ist das Immobiliengeschäft für *Tesco* äußerst attraktiv!)

Der Geschäftsbericht 2012 gibt den Marktwert der Immobilien mit GBP 37 Mrd. an (in der Bilanz nur mit rund GBP 25 Mrd. angesetzt). Die Nettoverbindlichkeiten werden mit GBP 6,8 Mrd. beziffert (Geschäftsbericht 2012, Seite 35). Bereinigt man nun diesen Marktwert der Immobilien um die Schulden, erhält man einen Wert von ca. GBP 30 Mrd. Das entspricht pro Aktie etwa GBP 375. Mein durchschnittlicher Kaufpreis liegt bei GBP 340. Sie können nun sicher gut nachvollziehen, warum mir diese Investition trotz der negativen Presse keine schlaflosen Nächte bereitet!

19. Juni 2013

Clemens Meier