

**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.

### TESCO PLC

Die britische Supermarktkette TESCO wurde im Jahr 1919 gegründet. Heute zählt der Konzern zu den bedeutendsten Einzelhandelsketten weltweit. Allein in den letzten 10 Jahren konnte TESCO mit einer Versechsfachung der Läden sowohl den Umsatz als auch den Gewinn um mehr als 10% p.a. steigern. Im abgelaufenen Geschäftsjahr per Ende Februar 2012 erzielten 406.000 Mitarbeiter in 6.234 Läden einen Umsatz von 65 Mrd. GBP und einen Gewinn nach Steuern von 3 Mrd. GBP. Dank der historisch gewachsenen und mittels „Sale-and-Lease-Back“ veräußerbaren Immobilien-substanz, der Stabilität des ertragreichen Geschäftsmodells und der Erzielung von Skaleneffekten konnte TESCO das Wachstum finanzieren, ohne auf den Einsatz wesentlicher Fremdmittel zurückgreifen zu müssen. Neben dem Heimatmarkt Großbritannien (65%) ist Asien mit einem Umsatzanteil von 17% inzwischen der bedeutendste und zugleich wachstumsstärkste Markt. Die restlichen Umsätze entfallen auf Europa (15%), USA (1%) und die im Jahr 2009 gegründete TESCO Bank (2%).

TESCO gelingt es, dauerhaft hohe Eigenkapitalrenditen von rund 16% zu erwirtschaften. In den vergangenen 10 Jahren wurden Gewinne in Höhe von 2,40 GBP je Aktie erzielt. Hiervon wurden 62% ausgeschüttet und 38% einbehalten. Da im gleichen Zeitraum der Gewinn nach Steuern pro Aktie um 0,23 GBP gewachsen ist, erbrachten die einbehaltenen Gewin-

ne eine interne Verzinsung von rund 25%. Die hohe Verzinsung auf den Kapitaleinsatz dürfte Warren Buffett gefallen. Berkshire Hathaway hat den Anteil an TESCO im Januar 2012 von 3% auf 5% aufgestockt. Vorausgegangen war allerdings ein ungewohnter Kurseinbruch. TESCO offenbarte, was die Konsumenten bereits wahrnehmen konnten: Die Qualität der bestehenden Läden litt unter dem rasanten Wachstum in neue Märkte. Zudem misslang es, in allen 14 vertretenen Ländern eine skalierbare und profitable Größe zu erreichen.

TESCO scheint die richtigen Maßnahmen zu ergreifen. Das Wachstumstempo wird sich verlangsamen und auf Regionen konzentrieren, die bereits eine notwendige Marktdurchdringung aufweisen. Das defizitäre Geschäft in Japan mit 117 Läden wurde veräußert. Die 185 Läden in den USA arbeiten auf Bewährung. Gleichzeitig wird mehr Geld in die Modernisierung und in den Service bestehender Läden fließen und das Angebot hochwertiger Produkte ausgeweitet („Loving the stores we have“). Zudem soll die bereits gute Innovationskultur des Unternehmens weiter gestärkt und der Ausbau der Vertriebswege forciert werden („Multi-Channel Retailing“).

Unseres Erachtens unterschätzt die Börse die langfristigen Wirkungen der Initiative. Bis sie greifen, kaufen wir uns mit einem KGV von 10 und einer Dividendenrendite von 5% ein attraktiv bewertetes Unternehmen ein. Die stillen Reserven auf den Bilanzansatz der Immobilien schätzen wir konservativ auf 50%.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky