

**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.

### CSX Corporation

Die Geschichte der US-Eisenbahngesellschaft CSX reicht bis in das Jahr 1828 zurück. Heute zählt sie neben BNSF, Union Pacific und Norfolk Southern zu den vier wichtigsten Eisenbahngesellschaften der USA. Der Aufstieg begann mit dem „Staggers Rail Act“ im Jahr 1980. Bis dahin war es der Branche allenfalls eingeschränkt möglich, Tarife zu bestimmen, die Anzahl des Zuggersonals festzulegen und Strecken zu verkaufen oder stillzulegen. Als Folge der Aufhebung des seit 1887 geltenden „Interstate Commerce Act“ setzte eine umfassende Deregulierung und Konsolidierung ein, die mit der Übernahmeschlacht um die staatseigene Conrail, welche im Jahr 1999 zwischen den beiden Konkurrenten CSX und Norfolk Southern aufgeteilt wurde, endete. Heute besitzt CSX ein Streckennetz von 21.000 Meilen. Es verbindet 23 Bundesstaaten zwischen dem Mississippi und der Ostküste. Fast zwei Drittel aller US-Amerikaner leben innerhalb dieser Reichweite. Darüber hinaus sichern Kooperationen den Zugang zu den Pazifikhäfen an der Westküste der USA.

Zwischen 2000 und 2012 konnte CSX das operative Ergebnis von 0,8 auf 3,5 Mrd. USD vervielfachen. Der Umsatz ist im gleichen Zeitraum um 3% p.a. gewachsen. Die Jahre waren geprägt von der Bereinigung unrentabler Nebenstrecken und dem Abbau von Kosten. Daneben erhöhte CSX mit neuen Leistungen die Tarife. Die operative Marge stieg von 10 auf

30%. Der Mehrertrag entfällt ausschließlich auf Preis- und Effizienzgewinne, während die Transportmenge unverändert blieb. Zukünftig stehen der Einsatz neuer Technologien bei Lokomotiven, Automatisierungen, eine Zunahme des intermodalen Transports und der intelligente Einsatz von Kapital im Fokus, um die Marge langfristig auf 35% zu verbessern.

Die Kapitalallokation des Managements ist sehr gut. Sie orientiert sich an der Ausschüttung für die Anteilseigner und am Wachstum der betrieblichen Ertragskraft, was über die beiden Parameter „Operating Ratio“ und „Return on Assets“ zu jeweils 50% in den Anstellungsverträgen verankert ist. Seit dem Jahr 2000 konnten 3 Mrd. USD an Dividenden und 7 Mrd. USD an Netto-Aktienrückkäufen ausgekehrt werden. Die Ausschüttung entspricht rund 75% des kumulierten Gewinns und verdeutlicht die hohe Innenfinanzierungskraft, da die ökonomische Eigenkapitalquote im gleichen Zeitraum von 46 auf 56% erhöht wurde. Verantwortlich sind neben thesaurierten Gewinnen vor allem passive Latenzen. Sie bilden aufgrund einer im Vergleich zur US-GAAP-Bilanzierung beschleunigten steuerlichen Abschreibung von Vermögenswerten ein zukünftig höheres steuerliches Ertragspotential ab, das einer dauerhaften und zinslosen Finanzierungsform (Eigenkapital) entspricht, so lange CSX kontinuierlich in die eigene Infrastruktur investiert. Der bilanzielle Effekt unterzeichnet das wahre Ertragspotential des Unternehmens. Wir kauften uns günstig und stabilisiert durch stetige Aktienrückkäufe ein.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky