



Vermögensaufbau – unabhängig, seriös, kompetent

DER PRIVATINVESTOR

Ausgabe 06/2005 vom 11.02.2005

Sehr geehrte Privatanleger,

heute lege ich Ihnen eine aktuelle Analyse von *Guy Spier* vor. Guy ist ungefähr mein Alter. Wir saßen 2004 beim Treffen der deutschsprachigen Berkshire-Investoren in Omaha, Nebraska, nebeneinander. Guy ist deutscher Staatsbürger, in England aufgewachsen und hat einen MBA an der Harvard Business School erworben. 1995 gründete er den Aquamarine Fund, den er bis heute managt.

Guy ist unter anderem Experte für Aktien von Universitäten und Bildungsunternehmen – einem neuartigen Dienstleistungsbereich, dem wir eine positive Zukunft voraussagen. Er hat zugesagt, uns im Mitgliederchat zur Verfügung zu stehen.

Für uns hat Guy analysiert, wie man sich auch als Value-Investor etwas vormachen kann. Der Drang, zu handeln, kann manchmal an der Börse fast unwiderstehlich werden. Oftmals ist es aber auch wichtig, einfach zu warten. Ich glaube, dass der folgende Text dabei helfen kann.

Ich wünsche Ihnen frei nach Kostolany: Geld, Gedanken, Glück und **Geduld!**

Ihr

Prof. Dr. Max Otte

Wie man sich auch als Value-Anleger etwas selbst vormachen kann

von *Guy Spier*, Aquamarine Fund

Ich glaube, dass sich die Welt des Investierens radikal von der Welt unterscheidet, die ich vorfand, als ich vor zehn Jahren mit dem Investieren anfang. Vor zehn Jahren kannte ich niemanden, der *Warren Buffett* oder *Benjamin Graham* kannte oder der von sich sagte, ein Value Investor zu sein. Niemand wusste, was eine Investment-Partnership oder ein Net-Net ist. Ich war mir darüber im Klaren, dass ich einen ziemlich unbekanntem Weg gewählt hatte.

Heute sagt jeder von sich, er sei ein Value-Investor. Die populärsten Bücher über Value Investing führen Warren Buffett im Titel. Geld ist in nie da gewesenem Mengen in alternative Investments geflossen. Ich habe nicht genug Finger und Zehen, um alle professionellen Value-Investoren zu zählen, die ich kenne – sogar diejenigen, die denselben Stil pflegen wie ich. Value Investing ist eine große und wachsende Branche geworden – mit eigenen Konferenzen, Publikationen und einer eigenen Begriffswelt. Ich glaube nicht, dass dies nur eine Mode oder eine Blase ist.



Guy Spier



Deswegen fühlt sich die Nebenstraße des Value Investing für mich zunehmend wie eine sechspurige Autobahn zur Hauptverkehrszeit an. Die Frage ist nun, wie man darauf reagieren soll. Im folgenden habe ich einige Möglichkeiten aufgezählt:

Sondersituationen aggressiver nutzen und kleine Werte (Small Caps) kaufen

Viele Fondsmanager wiederholen es fast refrainartig: „Es war schwer, Schnäppchen zu finden, aber wir konnten unser Kapital dennoch ertragbringend investieren.“ Ich glaube, dass viele dieser Manager bewusst oder unbewusst ihr Risiko erhöht haben, indem sie den Preis angehoben haben, zu dem sie bereit waren, zu kaufen, oder ihre Prüfung abgekürzt haben, um zu kaufen, bevor andere Käufer den Preis nach oben getrieben haben.

Man sollte daran denken, dass in einer Umgebung, in der jeder seine Standards in Bezug auf Sicherheitsmargen oder Prüfkriterien reduziert, Wertsteigerungen eine selbsterfüllende Prophezeiung sind, weil die nachfolgenden Käufer automatisch die Preise hochtreiben. Niedrigere Standards gleich höhere Nachfrage gleich höhere Preise.

Meine Sorge, wenn die Investorenfinger am Abzug schneller schießen ist nicht, dass es die ersten Male nicht funktionieren wird – es wird. Mein Problem ist ein anderes: bevor ich bis zehn zählen kann, sind meine Bewertungs- und Prüfkriterien im Eimer. So etwas macht Sinn, wenn Sie nur eine begrenzte Zeit haben, um sich am Markt zu beweisen. Ein vor kurzem eingestellter Analyst für spezielle Situationen und Märkte muss seine besten Ideen empfehlen (selbst wenn diese gar nicht so gut sind). Entweder er hat Glück – und steigt im Unternehmen auf oder er hat Pech und verlässt das Unternehmen wieder. Wenn er nichts empfiehlt, weil der Markt es im Moment nicht hergibt, ist er auch schnell wieder draußen.

Wenn Sie Ihr Leben damit verbringen wollen, zu investieren – so wie ich es vorhabe – würde ein solches Verhalten und die schlechten Angewohnheiten, die daraus resultieren, die Gefahr eines Totalverlustes drastisch erhöhen. Das ist eben der Unterschied zwischen einem Analysten und einem aktiven Investor.

Verdoppeln Sie Ihre Anstrengungen bei bekannten Unternehmen

Eine weitere Möglichkeit ist, bei bekannten und angemessen bewerteten Unternehmen viel Research und Forschung zu betreiben. Wenn eine Person oder Organisation genug Arbeit in ein bestimmtes Investment stecken, werden sie wahrscheinlich früher oder später auch einen Grund finden, dieses Investment zu kaufen. Einer meiner Freunde nannte dies „die Realität foltern“.

Im letzten Jahr habe ich relativ viel Zeit damit verbracht, die Autobranche zu analysieren, weil ich vielleicht in Carmax investieren wollte. Zunächst war die Realität sehr komplex. Ich arbeitete mich durch verschiedene Statistiken, um die Dynamik der Branche zu verstehen – zum Beispiel das Verhältnis von Neu- zu Gebrauchtwagenkäufen, sowie die Auswirkungen von hohen Ölpreisen auf die relativen Absatzzahlen verschiedener Modelle. Anstatt die Realität zu foltern, hatte ich das Gefühl, dass die Realität mich folterte.

Inhalte dieser Ausgabe

- **Gastkommentar Guy Spier: Wie man sich auch als Value-Anleger etwas selbst vormachen kann**
- **Douglas: solider Lichtblick im deutschen Einzelhandel**
- **Unternehmensdatenbank vom 11.02.2005**
- **Updates von Dell, AWD und Puma**

Aber irgendwann verstand ich, die Grundlage des Geschäfts von Carmax: der sogenannte „bid-ask-spread“ – der Unterschied zwischen Großhandels- und Einzelhandelspreis für einen gebrauchten Wagen – war bei Carmax eine Größenordnung kleiner als bei Wettbewerbern. Als ich dies verstanden hatte, war mir klar, dass Carmax sehr gute Wachstumsmöglichkeiten hatte.

Für jede Investmentmöglichkeit, die sich auf diese Weise bietet, gibt es viele andere Unternehmen, die ich prüfe, und bei denen die Sache niemals so klar und einfach wird. Manchmal haben auch Investoren, die ich kenne,



eine Investmentidee und wecken in mir den Drang, dieses Investment auch zu besitzen, so dass ich so genauso klug wie die anderen dastehe. Es gibt keinen Zweifel: jeder Investor, der langfristig erfolgreich sein will und gut dastehen will, muss willens sein, manchmal schlecht dazustehen und dumm auszusehen.

Ins Ausland gehen

Je weiter Sie sich von bekanntem Gebiet weg bewegen, desto wahrscheinlicher ist es, dass Sie „attraktive“ Investmentmöglichkeiten finden. Einen Investment-Manager, den ich kenne, und dessen Rendite derzeit viel höher ist als meine, hat 50% seines Vermögens in Südkorea investiert.

Ich war vier Monate lang der einzige Euroamerikaner in einer Koreanischen Investmentgesellschaft. Ich kenne das Land also ein bisschen. Eine meiner großen Erkenntnisse war: „Sie wissen nicht, was Sie nicht wissen.“ Wir haben die Tendenz, eine Myriade von Annahmen auf Kulturen zu projizieren, die wir nicht wirklich kennen. Ich persönlich befolge eine einfache Regel: wenn ich nicht die Dokumente und Geschäftsberichte einigermaßen entziffern kann, bin ich außerhalb meiner Kompetenz.

Ich weiß, dass ich mit dieser Regel gut fahre, und staune immer über die Investoren, die frohen Mutes in entfernte Märkte investieren, ohne Dokumente in der Sprache des Landes lesen zu können.

Put-Optionen kaufen oder Leerverkäufe in überbewerteten Märkten ausführen

Diese Strategie gibt es in verschiedenen Formen. Die einfachste Möglichkeit ist, bei einer bestimmten Aktie oder einen bestimmten Index zu kaufen, von denen man glaubt, dass sie überbewertet sind, Leerverkäufe zu tätigen (*Anm. Prof. Otte: Das geht in Deutschland für Privatinvestoren nicht, wir müssten also eine Put-Option kaufen*). Die komplizierteste Möglichkeit, die ich kenne, ist der Kauf von Kreditausfallswaps (CDS) bei Finanzinstitutionen, die sich übernommen haben. CDS sind Anleiheversicherungen, die fällig werden, wenn die Wertpapiere eines bestimmten Kreditinstituts ausfallen.

Ich habe mich früher schon darüber ausgelassen, warum ich mich sträube, Leerverkäufe durchzuführen. Der Kauf dieser DCS schien jedoch äußerst attraktiv mit einer sehr guten Verhältnis von Chancen zu Risiken zu sein – zumindest auf dem Papier. Das Eintreiben von Forderungen wäre aber ein außergewöhnlicher Vorfall, der Personen und Institutionen beinhalten würde, mit denen mein Aquamarine Fund normalerweise kein Geschäft betreibt. Da ich also das Geschäft nicht einschätzen konnte, wusste ich nicht, ob das Eintreiben solcher Forderungen ausreichend sicher oder einfach sein würde. Das heißt nicht, dass es nicht sicher oder einfach war, aber ich musste einfach zu viele Annahmen treffen.

Es ist viel besser, ein Verkäufer als ein Käufer von Versicherungen zu sein, wenn es möglich ist. Dies war oft meine bittere Erfahrung, wenn ich eine Forderung bei einer Versicherung Eintreiben wollte. (*Anm. Prof. Otte: Buffett weiß das auch, denn er investiert gerne in Versicherungen. Und wenn die Banken Ihnen Discount-, Bonus- oder Garantiezertifikate verkaufen, sind sie ebenfalls Verkäufer von Versicherungen.*)

Unternehmensindex	
AWD	6
Biogen Idec	5
British Petroleum	6
DaimlerChrysler	5
Dell	5
Douglas	7
Puma	5
Rofin Sinar	6
Schering	6
XTO Energy	6



Sich eine Meinung über einen bestimmten Rohstoffmarkt oder langfristige wirtschaftliche Entwicklungen bilden

Entwickeln Sie eine Prognose über die wahrscheinlichste Entwicklung in einem bestimmten Rohstoffmarkt wie z.B. Rohöl, Erdgas, Nuklearenergie oder Währungen. Dann suchen Sie sich die attraktivste Möglichkeit, von diesem Szenario zu profitieren.

Trendbeobachtung und Szenarioanalysen sind für manche Leute geradezu Obsessionen geworden. Dies führt aber oft dazu, dass diese Leute auch minderwertige Investments akzeptieren, weil sie hoffen, von einem allgemeinen Trend zu profitieren. Man könnte auch gewisse gesellschaftliche Trends beobachten – wie zum Beispiel die Alterung oder Hispanisierung der amerikanischen Bevölkerung der Vereinigten Staaten.

Unsere Investments in der Bildungsindustrie spiegeln gewisse gesellschaftliche Trends wieder. Es ist aber wichtig, festzustellen, dass ich die Bildungsunternehmen, die wir besitzen, auch ohne diese Trends attraktiv finden würde.

Das Vermögen in sichere Anlagen stecken und auf bessere Tage warten

Wenn man einen kurzen Anlagezeitraum hat, sollte man Bargeld, Termingeld oder bargeldähnliche Anlagen halten. Ich kenne auch Fondsmanager, die gut gemanagte Holdingunternehmen oder bestimmte Arbitragesituationen als bargeldäquivalent ansehen. Bei einem langen Anlagezeitraum investiert man in Unternehmen mit hervorragender Qualität, bei denen man davon überzeugt ist, dass diese Unternehmen die Wechselfälle der Zeit überstehen. Dabei sollten Erträge herauskommen, die besser als die von Termingeld sind.

Aquamarine Fund hat vor allem die letzte Strategie gewählt. Der Fonds hat relativ hohe Bargeldbestände sowie viele hervorragende Unternehmen, die ich „80 Cent für einen Dollar mit 10% Wachstum“ nennen würde.

Die anderen Strategien sind nicht notwendigerweise schlechter. Meine Strategie reflektiert meine Fähigkeiten, meine Investmentpersönlichkeit und meine Kompetenzen, sowie meine Wahrnehmung dieser Kompetenzen. Meine Strategie ist auch davon beeinflusst, was in der Vergangenheit für mich funktioniert hat. Wenn ich mir meine erfolgreichen Investments anschau, dann sehe ich, dass die Ideen dahinter einfach waren. Ich habe viel Zeit aufgewendet, um diese Ideen zu finden. Wenn ich etwas gefunden hatte, dann wusste ich meistens auch, dass ich etwas Gutes für den Fonds tat.

Mit freundlichen Grüßen,

Ihr

Guy Spier

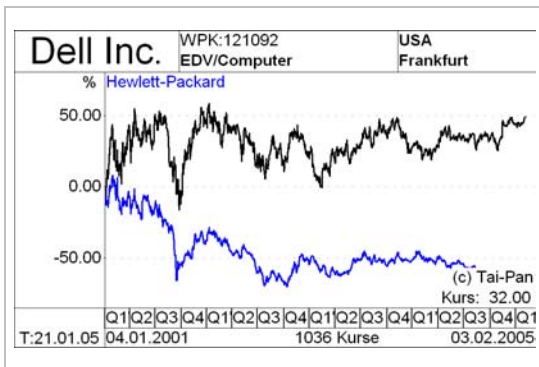


News

+++ **Dell bleibt Halteposition.** Der weltgrößte PC-Hersteller Dell hat im vierten Quartal seinen Gewinn ohne Sonderbelastungen um 26% auf 947 Mio. US\$ oder 37 Cent je Aktie gesteigert, Einschließlich der Sonderbelastung fiel der Nettogewinn um 11% auf 667 Mio. US\$. Dell lag damit im Rahmen unserer Erwartungen. Der Umsatz kletterte um 17% auf 13,46 Mrd. US\$ und übertraf damit unsere Schätzung. Der **Innere Wert** erhöht sich auf 46,79 US\$ (derzeit 36,36 €), Dell ist eine Halteposition. +++

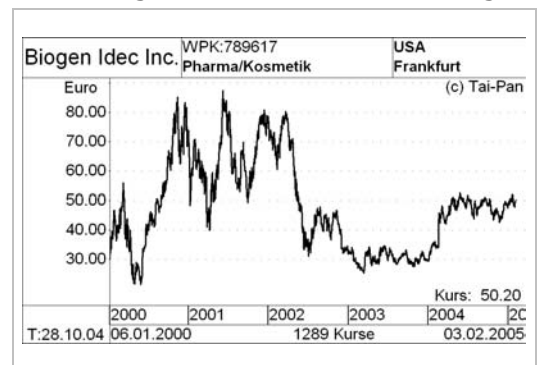
Dell	11.02.05	
Kaufen bis	37,43 US\$	29,09 €
Innerer Wert	46,79 US\$	36,36 €
Verkaufen ab	56,15 US\$	43,63 €
Kurs aktuell	41,57 US\$	31,40 €
Erw. Rendite		6,6%

+++ **HP: Carly Fiorina tritt zurück.** Die Chefin des amerikanischen Computerkonzerns Hewlett-Packard, *Carleton Fiorina*, ist am Mittwoch nach Differenzen mit dem Verwaltungsrat überraschend zurückgetreten. Fiorina hatte sich durch die (umstrittene) Übernahme des Konkurrenten Compaq einen Namen gemacht. Das Unternehmen hatte es allerdings nicht geschafft, sich gegen den hochprofitablen Branchenführer, unseren Favoriten Dell, durchzusetzen. +++



+++ **Biogen Idec verdoppelt Umsatz.** Das US-Biotechnologieunternehmen Biogen Idec konnte glänzende Zahlen für das Schlussquartal 2004 vorlegen: mit 586 Mio. US\$ hat sich der Gesamtumsatz gegenüber dem Vorjahresergebnis fast verdoppelt.

Allerdings entstand dieser Sprung durch die Fusion zwischen Biogen und IDEC. Der Nettogewinn betrug 48 Mio. US\$ oder 14 Cent je Aktie, im Vorjahr hatte der Konzern aufgrund von Kosten im Zusammenhang mit der Fusion einen Verlust ausgewiesen. Biogen Idec profitierte von den starken Umsätzen mit dem Multiple-Sklerose-Medikament *Avonex* und dem Krebspräparat *Rituxan*.+++

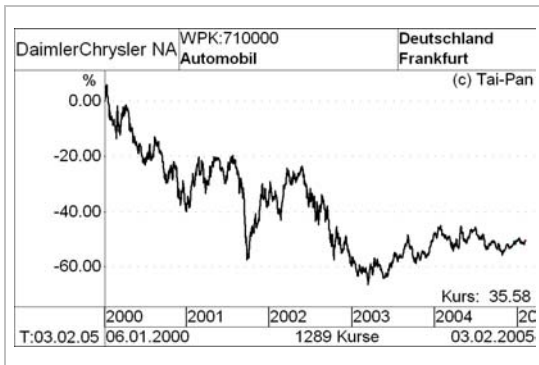


+++ **Puma: gebremst in die Zukunft.** 2004 stieg der Konzernumsatz des Sportartikelherstellers Puma um 20% auf 1,5 Mrd. €. Der Jahresumsatz fiel damit um 4% höher aus als von uns erwartet. Der

Puma	11.02.05
Kaufen bis	151,40 €
Innerer Wert	189,25 €
Verkaufen ab	227,10 €
Kurs aktuell	176,50 €
Erw. Rendite	5,7%

Konzerngewinn kletterte sogar um 43,5% auf 257,3 Mio. € und übertraf unsere Schätzung deutlich. Das lag daran, dass wir über kurz oder lang von einem Rückgang der Nettomarge auf branchenübliche 10% ausgehen. Puma schaffte allerdings im letzten Jahr 16,8%. Auf der anderen Seite ist der Turbo Puma erst einmal ausgebremst: Für 2005 prognostizierte das Unternehmen währungsbereinigt nur einstellige Zuwachsraten von 5 bis 10%. Wir sehen daher keine Veranlassung, unsere Bewertung (**Innerer Wert** 189,25 €, Verkaufen ab 227,10 €) anzupassen. +++

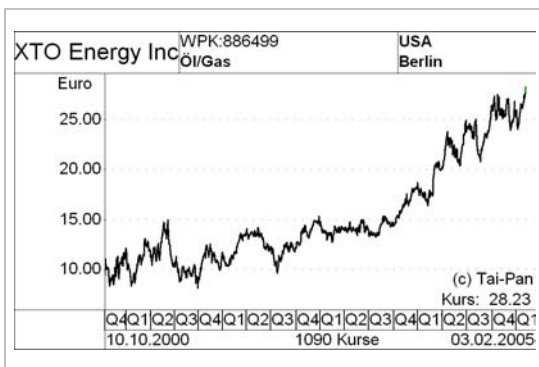
+++ **DaimlerChrysler: Gewinn bei Kernmarke Mercedes um 50% eingebrochen.** Lange standen wir auf dem Standpunkt, dass auch das gegenwärtige Management Daimler nicht zerstören kann, wie ich es auf einem Vortrag in Stuttgart einmal formulierte. Dessen sind wir uns nicht mehr so sicher: Mercedes bleiben die jungen Käufer weg, die Gewinne brechen ein. Der Glanz des Sterns verblasst. Der Umsatz des Gesamtkonzerns sank in den letzten 5 Jahren von



160 Mrd. € auf 142 Mrd. Schrempp reagiert mit einer Kostenoffensive. Ob er so den Charakter der Marke Mercedes erhalten kann, ist zweifelhaft. +++

+++ **AWD erzielt Rekordergebnis.** Der Finanzdienstleister AWD hat 2004 von der steigenden Nachfrage nach Produkten zur privaten und betrieblichen Altersvorsorge profitiert und erzielte ein Rekordergebnis. Der Umsatz legte nach den vorläufigen Zahlen um 22% auf 686 Mio. € zu und übertraf damit unsere Erwartungen. Der Gewinn vor Zinsen und Steuern stieg um 28% auf 71 Mio. €, ein Nettoergebnis nannte das Unternehmen nicht. Im abgelaufenen Geschäftsjahr stockte AWD die Zahl seiner Berater um fast ein Viertel auf mehr als 6.000 auf und konnte 256.000 Neukunden dazu gewinnen. Der **Innere Wert** eines AWD-Anteilsscheins liegt derzeit bei 27,35 €, die Aktie ist zum aktuellen Kurs von 31,35 € überbewertet, liegt aber noch im Haltebereich.

AWD	11.02.05
Kaufen bis	21,88 €
Innerer Wert	27,35 €
Verkaufen ab	32,82 €
Kurs aktuell	31,35 €
Erw. Rendite	3,6%

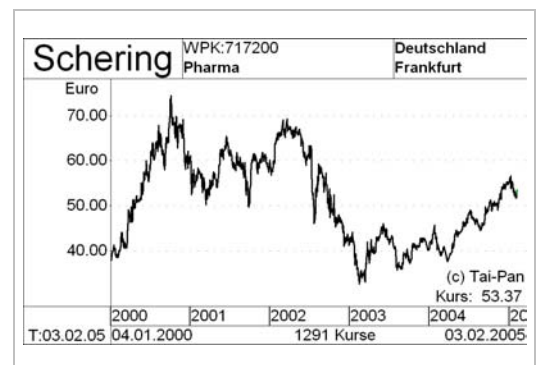


+++ **Rofin Sinar mit Gewinnanstieg.** Der Laserspezialist Rofin Sinar hat im ersten Quartal 8,5 Mio. US\$ verdient, im Vergleichszeitraum des Vorjahres waren es 5,2 Mio. US\$ gewesen. Der Umsatz kletterte von 71,1 auf 91,4 Mio. US\$. +++

+++ **XTO Energy auf Erfolgskurs.** Unser Wachstumswert XTO Energie aus Texas hat das Schlussquartal 2004 mit einem Rekordergebnis abgeschlossen. Der Konzern erwirtschaftete 173,9 Mio. US\$ (67 Cents je Aktie) nach 61,9 Mio. US\$ im Vorjahr. Der Umsatz kletterte um 81% auf 600,7 Mio. US\$. Wir hatten die Aktie im November 2004 bei 25,28 € zum Kauf empfohlen, mittlerweile ist der Wert auf 29,39 € gestiegen – ein Plus von 16,3%. +++

+++ **BP mit Milliarden Gewinn.** Die hohen Ölpreise bescherten auch dem Energiekonzern British Petroleum einen Rekordgewinn. Im vergangenen Jahr hat das Unternehmen 16,2 Mrd. US\$ erwirtschaftet, 26% mehr als im Vorjahr. Mit einem Teil der Überschüsse will das Unternehmen Aktienrückkäufe finanzieren. Zusammen mit der Dividende werden nach Unternehmensangaben in diesem und im nächsten Jahr insgesamt 23 Mrd. US\$ an die BP-Aktionäre zurückfließen. +++

+++ **Schering dank Verhütungspillen mit Rekordergebnis.** Der deutsche Pharmakonzern Schering ist dank kräftiger Zuwächse für seine Verhütungspillen Yasmin und Mirena wieder auf Kurs. Der Betriebsgewinn stieg im vergangenen Jahr um 11% auf die neue Rekordmarke von 761 Mio. €. Der Umsatz legte um 2% auf 4,9 Mrd. € zu. +++





Douglas: solider Lichtblick im deutschen Einzelhandel

In letzter Zeit hat sich der MDAX-Wert Douglas Holding gut entwickelt. Bis zum Allzeithoch vom 55 € im Jahr 1998 könnte sich der Wert immerhin noch verdoppeln. Seit dem Tief im Jahr 2003 geht es zudem kontinuierlich bergauf. Ist Douglas interessant?



Mit einem Marktwert von 1,1 Mrd. € ist die **Douglas Holding** (WKN:609900) in etwa soviel wert wie unser Favorit Bijou Brigitte (ca. 1 Mrd. €). Douglas setzt allerdings mit 2,3 Mrd. € mehr als sechsmal soviel um wie Bijou (gut 200 Mio. €). Daran sehen Sie, wie profitabel Bijou Brigitte derzeit arbeitet, aber auch, dass derzeit Phantasie im Bijou-Kurs eingepreist ist. Das Größte nicht alles ist, zeigt KarstadtQuelle: mit rund 14 Mrd. € Umsatz fährt das Unternehmen Verluste ein und ist derzeit an der Börse gerade mal 1,6 Mrd. € wert.

Wie Bijou Brigitte setzt Douglas auf Spezialkonzepte. Bijou hat eine Marke, Douglas gleich vier: Parfümerien (Douglas), Schmuck (Christ, René, Kern, Goldmeister), Bücher (Thalia), Mode (Appelrath-Cüpper) und Süßwaren (Hussel). Während Bijou allerdings einen Ruf als Discounter hat, wird bei Douglas Beratung groß geschrieben. Demzufolge sind sowohl Kosten als auch Preise höher. Die Zielgruppe scheint es zu honorieren.

Die Douglas Holding hat ihren Sitz in Hagen/Westfalen. (*Anm. Prof. Otte: In dem unansehnlichen Industriestädchen Hagen, wo die Lenne in die Ruhr mündet und das man normalerweise nur als Abfahrt von der B1 kennt, musste ich mich 1983 im Kreiswehrrersatzamt der Musterung stellen. Zu meinem Leidwesen wurde ich für bundeswehrrdiensttauglich befunden. Lieber hätte ich natürlich sofort studiert, als durch den Sand der Lüneburger Heide zu robben.*) Das Unternehmen wird in dritter Generation durch die Familie Kreke geführt. Allerdings kontrolliert die Familie weniger als 5% der Aktien, so dass Douglas auch ein normales börsennotiertes Unternehmen ist.

Eine Kombination aus Börsennotierung (die zu Transparenz und Professionalität zwingt) und Familienunternehmen (das für Kontinuität und langfristige Strategien steht), scheint generell ein gutes Zeichen für Unternehmen zu sein. Bei den deutschen Unternehmen könnten hierfür BMW, Porsche, Metro, Beiersdorf, SAP oder Altana stehen. Selbst im TecDAX haben United Internet und WEB.DE eine ähnliche Struktur.

Douglas hat seit 2001 eine klar kennzahlenorientierte Führung, die den einzelnen Managern viel Freiräume lässt, gleichzeitig aber den Blick auf das Wesentliche – nämlich das Ergebnis – lenkt. Dies ist in einem so harten Geschäft wie dem Einzelhandel auch dringend nötig, denn wenige Jahre und Prozente können sehr schnell über Wohl und Wehe eines Konzerns entscheiden. Dass sich mit den richtigen Konzepten allerdings auch im Handel viel Geld verdienen lässt, zeigt unser Star Bijou Brigitte.

Kennzahlen und Bewertung

Seit 1999 ist der Umsatz der Douglas-Gruppe kaum gestiegen. Das dies durchaus positiv zu werten ist, zeigen die anderen Zahlen. Bei etablierten Unternehmen sollte nicht das Wachstum im Vordergrund stehen, sondern die langfristige Profitabilität – und die ist bei Douglas gegeben. Der Nettogewinn hält sich konstant bei ca. 60 Mio. €. Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit lag 2004 bei 110 Mio. €, so dass Douglas in dieser Hinsicht immerhin auf eine Umsatzrendite von 5% kommt. Die operative Cashflow-Marge steigt in den letzten Jahren wieder erfreulich an. Allerdings fallen in dem Geschäft hohe Sachinvestitionen an, so dass der Nettocashflow – die Mittel, die letztlich nach den erforderlichen Investitionen an Aktionäre zurückfließen können – deutlich kleiner ausfällt. Immerhin: der Nettocashflow ist positiv. Das ist im Handel nicht selbstverständlich.



Mit 53 Punkten im Königstest hat Douglas Investmentqualität. 31 diese 53 Punkte erreicht Douglas bei den allgemeinen Kriterien. Die Finanzzahlen fallen entsprechend schwächer aus – der Handel ist ein hartes Geschäft.

Für die Zukunft gehen wir bei Douglas von einem moderaten Umsatzwachstum von 2,5% p.a. aus. Vor-

standschef *Henning Kreke* (39) trauen wir zu, dass er sein Unternehmen eigentümer- und damit renditeorientiert führt und nicht den kapitalfressenden Wachstumsphantasien eines angestellten Managers erliegt. Die Sachinvestitionsquote sehen wir bei 60% (in der Vergangenheit schwankte sie zwischen 40% und 80%).

Bei unseren konservativen Annahmen ist die Douglas Holding fair bewertet. Das entspricht auch unseren Erwartungen. Es dürfte dieses Jahr zunehmend schwerer werden, im MDAX unterbewertete Unternehmen zu finden (s. hierzu auch die aktuelle Kolumne: wie man sich auch als Value-Investor selber betrügen kann.)

Bei einer erwarteten Rendite von 4% aus Kurssteigerungen und einer Dividendenrendite von 3,6% können Sie sich den Wert aber ins Depot legen, wenn Sie dem Unternehmen zutrauen, dass es die sicherlich schwierige Einzelhandelsbranche in den nächsten Jahren sicher navigieren kann.

Douglas Holding: Kennzahlen

In Mio. €	1999	2001	2001	2002	2003	2004	2005*
Umsatz	2.227	2.139	2.190	2.234	2.236	2.288	2.397
Umsatzwachstum			-6,9%	1,9%	0,1%	2,2%	5,0%
Op. Cashflow-Marge	9,1%	7,4%	9,1%	8,8%	7,4%	6,7%	9,1%
Sachinvestitionen	118	79	133	98	93	100	114
Nettocashflow	-118	116	29	104	104	70	46
Nettomarge		2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Nettogewinn		114	81	59	55	64	66

*Schätzung

Douglas Holding	11.02.05
Kauf	20,13 €
Innerer Wert	25,17 €
Verkaufen ab	30,20 €
Kurs aktuell	27,75 €
Erw. Rendite	4,0%

Impressum

Institut für Vermögensentwicklung GmbH
Kerpener Straße 35, 50937 Köln
Tel.: 0221 – 8694955, Fax: 0221 – 8694956
eMail: service@privatinvestor.de

Verantwortlich im Sinne des Presserechts:
Prof. Dr. Max Otte

Research: Dieter Warstat, Marc Lloret Grau

Haftungsausschluss: Die veröffentlichten Empfehlungen geben unseren aktuellen Wissensstand wieder. Wir und unsere Informationslieferanten können nicht die Verantwortung für die Richtigkeit der Nachrichten bzw. Daten übernehmen. Die zur Verfügung gestellten Informationen sind keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder Rechten. Die Rechte für die Texte liegen bei IFVE – Institut für Vermögensentwicklung GmbH. Sie sind ausschließlich für die private Nutzung bestimmt. Eine Vervielfältigung und Verbreitung bedarf der Zustimmung von IFVE. Kleine Abschnitte dürfen gern auch ohne Zustimmung zitiert werden. Charts erstellt mit der Tai-Pan© – Software der Lenz & Partner AG

In der nächsten Ausgabe:

- **Erstbewertung Indus Holding**



Unternehmensdatenbank vom 11.02.2005

Unten finden Sie eine aktuelle Übersicht unserer Empfehlungen. Bitte beachten Sie: Wir halten prinzipiell nur Unternehmen als Langfrist-Investment interessant, die im Königstest 50 Punkte oder mehr erreichen. Ab 70 Punkten ist ein Unternehmen ein König und gehört damit zu den Besten der Welt.



So lesen Sie die Tabelle – Beispiel Marine Products

Den Sportboothersteller empfehlen wir im PRIVATINVESTOR 45/2004 zum Kauf. Wären Sie unserer Empfehlung gefolgt, könnten Sie sich heute über einen stattlichen Kursgewinn von 53% freuen. Wir ermittelten einen **Inneren Wert** von 23,26 US\$, das entspricht zum aktuellen Wechselkurs 31,35 €. Die **Kaufgrenze** liegt bei 14,15 €, die **Verkaufsgrenze** bei 21,23 €. Nach unserer Meinung notiert die Aktie bei aktuell 24,07 € zu 136,07% des **Inneren oder Fairen Wertes**, das Unternehmen ist damit ein Verkauf. (*Der Eurokurs dient zur Orientierung, die Aktie ist ausschließlich an der AMEX handelbar.) Mit 59 Punkten scheitert Marine Products an unserer Mindestanforderung von **70 Punkten** für einen **König**. Das Unternehmen liegt jedoch oberhalb der **50-Punkte-Grenze** für **empfehlenswerte Investments**.

Empf.	Unternehmen	WKN	Analyse- datum	Kauf unter	IW	Verkauf über	Aktueller Kurs	% IW	Königs- punkte
K	Acxiom	884778	07.04.04	19,75 €	28,22 €	36,69 €	17,16 €	60,81 %	40
V	Adidas-Salomon	500340	28.05.04	73,62 €	92,03 €	110,44 €	112,39 €	122,12 %	48
H	Aegon	858185	08.07.04	8,78 €	10,97 €	13,16 €	10,33 €	94,17 %	43
H	Allianz	840400	23.09.04	69,88 €	87,35 €	104,82 €	94,10 €	107,73 %	51
H	Altria	200417	19.10.04	34,52 €	43,15 €	51,78 €	51,02 €	118,24 %	66
K	Amgen	867900	28.01.05	48,36 €	60,45 €	72,54 €	48,31 €	79,92 %	71
K	Anadarko	871766	05.08.04	52,98 €	66,22 €	79,46 €	50,69 €	76,55 %	58
H	AWD	508590	11.02.05	21,88 €	27,35 €	32,82 €	31,45 €	114,99 %	55
V	Bijou Brigitte	522950	13.01.05	58,50 €	73,13 €	87,76 €	119,70 €	163,68 %	68
H	Biogen Idec	789617	05.11.04	41,24 €	58,91 €	76,58 €	52,00 €	88,27 %	66
K	BMW	519000	10.01.05	42,95 €	53,69 €	64,43 €	33,22 €	61,87 %	57
K	Bombardier	866671	18.08.04	2,60 €	3,25 €	3,90 €	1,66 €	51,08 %	33
H	BP	850517	06.01.05	7,19 €	8,99 €	10,79 €	8,07 €	89,77 %	62
H	Celesio	585800	20.01.05	51,20 €	64,00 €	76,80 €	59,12 €	92,38 %	50
K	Cephalon	881752	11.02.04	43,41 €	54,26 €	65,11 €	38,90 €	71,69 %	52
H	China Mobile	909622	20.08.04	1,92 €	2,40 €	2,88 €	2,46 €	102,50 %	56
H	Cisco Systems	878841	13.08.04	9,89 €	12,36 €	14,83 €	13,60 €	110,03 %	59
H	Citigroup	871904	27.01.05	33,35 €	41,69 €	50,03 €	38,15 €	91,51 %	71
H	Coca-Cola	850663	23.07.04	26,83 €	33,54 €	40,25 €	32,95 €	98,24 %	77
H	Colgate	850667	24.09.04	29,84 €	37,30 €	44,76 €	42,11 €	112,90 %	71
H	Columbia Sport.	912855	23.07.04	37,16 €	46,45 €	55,74 €	42,80 €	92,14 %	71
H	Dell	121092	11.02.05	29,04 €	36,30 €	43,56 €	31,00 €	85,40 %	69
H	Devon Energy	925345	03.09.04	26,73 €	33,41 €	40,09 €	31,83 €	95,27 %	58
H	Douglas Holding	609900	11.02.05	20,14 €	25,17 €	30,20 €	29,35 €	116,61 %	53
K	Drägerwerk	555063	12.11.04	42,96 €	53,70 €	64,44 €	42,80 €	79,70 %	41
V	E.on	761440	16.12.04	46,45 €	58,06 €	69,67 €	69,90 €	120,39 %	53
V	Ebay	916529	21.01.05	36,94 €	46,18 €	55,42 €	63,10 €	136,64 %	82
H	Exxon Mobil	852549	05.08.04	31,24 €	39,05 €	46,86 €	43,50 €	111,40 %	62
H	Fossil	886238	26.08.04	16,77 €	20,96 €	25,15 €	21,57 €	102,91 %	56
H	Fuchs Petrolub	579043	08.09.04	54,21 €	67,76 €	81,31 €	76,50 €	112,90 %	53
H	Geberit	922734	05.11.04	537,07 €	671,34 €	805,61 €	597,00 €	88,93 %	68
V	Genentech	924632	19.01.05	18,41 €	26,30 €	34,19 €	35,01 €	133,12 %	51
H	General Electric	851144	12.03.04	21,45 €	26,81 €	32,17 €	28,13 €	104,92 %	68
V	Gillette	853194	29.10.04	21,90 €	27,37 €	32,84 €	38,00 €	138,84 %	68
H	H&R Block	859376	11.10.04	35,42 €	44,28 €	53,14 €	36,31 €	82,00 %	58
H	Harley-Davidson	871394	21.01.05	37,28 €	46,60 €	55,92 €	46,90 €	100,64 %	74
V	Hennes & Mauritz	872318	08.10.04	16,98 €	21,23 €	25,48 €	25,80 €	121,53 %	72
H	Hooker Furn.	984297	17.09.04	13,35 €	16,69 €	20,03 €	19,38 €	116,12 %	53
H	Hot Topic	908483	08.09.04	14,66 €	18,32 €	21,98 €	15,39 €	84,01 %	64
V	Hyundai Motor	885166	30.04.04	7,60 €	9,50 €	11,40 €	12,00 €	126,32 %	58
H	IBM	851399	21.01.05	71,53 €	89,41 €	107,29 €	72,40 €	80,98 %	54
H	ING	881111	20.11.03	18,30 €	22,87 €	27,44 €	22,70 €	99,26 %	51
H	Intel	855681	18.10.04	13,76 €	17,20 €	20,64 €	18,50 €	107,56 %	60
H	J&J	853260	28.01.05	36,60 €	45,75 €	54,90 €	52,00 €	113,66 %	80



Empf.	Unternehmen	WKN	Analyse- datum	Kauf unter	IW	Verkauf über	Aktueller Kurs	% IW	Königs- punkte
H	Krones	633503	12.08.04	65,30 €	81,63 €	97,96 €	80,50 €	98,62 %	54
H	Lenovo	894983	16.12.04	0,19 €	0,24 €	0,29 €	0,23 €	97,08 %	49
V	Lindt & Sprüngli	870503	26.11.04	667,24 €	834,05 €	1.000,86 €	1.030,00 €	123,49 %	76
V	Marine Products*	2737102	26.11.04	14,15 €	17,69 €	21,23 €	24,07 €	136,07%	59
V	McDonalds	856958	28.01.05	13,66 €	17,07 €	20,48 €	24,90 €	145,87 %	59
H	MedImmune	881824	23.07.04	13,41 €	19,15 €	24,90 €	18,85 €	98,43 %	73
H	Medtronic	858486	19.11.04	33,44 €	41,80 €	50,16 €	40,80 €	97,61 %	75
K	Merck & Co	851719	23.12.04	24,20 €	30,25 €	36,30 €	22,26 €	73,59 %	64
H	Micronas	910354	12.08.04	31,78 €	45,40 €	54,48 €	36,30 €	79,96 %	49
K	Microsoft	870747	05.03.04	20,29 €	25,36 €	30,43 €	20,18 €	79,57 %	74
H	MLP	656990	26.11.04	11,74 €	14,67 €	17,60 €	13,49 €	91,96 %	45
V	Moody's	915246	04.02.04	37,55 €	46,94 €	56,33 €	66,05 €	140,71 %	65
H	Nestlé	887208	12.12.03	169,96 €	212,45 €	254,94 €	203,30 €	95,69 %	64
H	Nike	866993	08.10.04	46,70 €	58,38 €	70,06 €	64,79 €	110,98 %	62
H	Nokia	870737	18.10.04	9,41 €	11,76 €	14,11 €	12,25 €	104,17 %	62
H	Novartis	904278	28.01.05	33,80 €	42,25 €	50,70 €	37,00 €	87,57 %	72
H	PepsiCo	851995	03.09.04	28,88 €	36,10 €	43,32 €	43,00 €	119,11 %	72
K	Pfizer	852009	21.01.05	21,12 €	26,40 €	31,68 €	19,40 €	73,48 %	72
K	PolyMedica	912285	06.12.04	29,32 €	36,65 €	43,98 €	26,45 €	72,17 %	65
H	Porsche	693773	24.09.04	478,13 €	597,66 €	717,19 €	496,00 €	82,99 %	67
H	Procter & Gamble	852062	03.09.04	28,53 €	35,66 €	42,79 €	40,20 €	112,73 %	74
H	Puma	696960	11.02.05	149,80 €	187,25 €	224,70 €	177,90 €	95,01 %	61
H	Qiagen	901626	04.08.04	6,18 €	7,73 €	9,28 €	8,85 €	114,49 %	53
H	Rofin-Sinar	902757	12.11.04	25,01 €	31,26 €	37,51 €	27,57 €	88,20 %	52
H	Salzgitter	620200	24.09.04	11,75 €	14,69 €	17,63 €	16,95 €	115,38 %	55
H	Samsung Electr.	896360	22.04.04	134,51 €	192,16 €	249,81 €	189,00 €	98,36 %	51
V	SAP	716460	03.06.04	62,68 €	78,35 €	94,02 €	123,60 €	157,75 %	47
H	Shimano	865682	10.11.04	18,86 €	23,58 €	28,30 €	21,45 €	90,97 %	52
V	STADA	725180	30.07.04	11,78 €	14,73 €	17,68 €	23,42 €	159,00 %	51
H	Starbucks	884437	06.01.05	28,23 €	35,29 €	42,35 €	39,00 €	110,51 %	73
H	Suncor	865161	05.08.04	24,79 €	30,99 €	37,19 €	27,85 €	89,87 %	60
H	Swedish Match	900439	09.12.04	9,26 €	11,57 €	13,88 €	9,29 €	80,29 %	71
H	Symantec	879358	02.12.04	15,95 €	19,94 €	23,93 €	16,56 €	83,05 %	68
H	Talisman Energy	867534	24.09.04	20,51 €	25,64 €	30,77 €	24,30 €	94,77 %	58
V	Techem	547160	21.10.04	21,18 €	26,48 €	31,78 €	34,64 €	130,82 %	63
H	Teva Pharma	883035	16.12.03	15,69 €	19,61 €	23,53 €	22,95 €	117,03 %	69
V	Toyota Motor	853510	12.12.03	16,73 €	20,91 €	25,09 €	30,80 €	147,30 %	56
H	Tsingtao Brewery	887044	17.11.04	0,75 €	0,94 €	1,13 €	0,84 €	89,36 %	58
H	Unilever	860028	19.11.03	35,20 €	44,00 €	52,80 €	50,75 €	115,34 %	57
K	United Internet	508903	27.09.04	21,51 €	26,89 €	32,27 €	20,45 €	76,05 %	50
H	Wal-Mart	860853	30.06.04	32,06 €	40,08 €	48,10 €	40,72 €	101,60 %	72
V	Walgreen	855826	11.06.04	17,94 €	22,43 €	26,92 €	33,10 €	147,57 %	66
V	Whole Foods	886391	07.05.04	41,65 €	52,06 €	62,47 €	74,20 €	142,53 %	65
H	Wrigley	852913	07.05.04	36,70 €	45,88 €	55,06 €	54,14 €	118,00 %	78
K	XTO Energy	86499	19.11.04	27,06 €	33,83 €	40,60 €	25,28 €	74,73%	66
V	Yahoo!	900103	19.01.05	15,43 €	19,29 €	23,15 €	26,37 €	136,70 %	56
V	Yum!	909190	16.07.04	21,69 €	27,11 €	32,53 €	35,60 €	131,32 %	59