

Starbucks startet in eine neue Ära

Erstmals zahlt die US-Kaffeehauskette eine Dividende – Turnaround vollzogen – Neue Wachstumsinitiativen – Aktien nicht mehr günstig – Attraktive Langfristanlage

JAN BAUMANN, New York

Howard Schultz hat den Aktionären an der Generalversammlung keinen Kaffee serviert. Er offerierte ihnen dieses Mittwoch ein anderes Elixiere, das sie mindestens so sehr mögen: Erstmals seit dem Börsengang 1992 schüttet Starbucks eine Dividende aus. Sie beträgt 0,10 \$ für das erste Quartal des neuen Geschäftsjahres 2010, das im Oktober begonnen hat. Künftig sollen 35 bis 40% des Gewinns in dieser Form an die Anteilseigner der Kaffeehauskette fließen.

Darüber hinaus verstärkt der Konzern den Aktienrückkauf. Zusätzlich zu den 6,3 Mio. Titeln, die im Rahmen des laufenden

Programms aus dem Verkehr gezogen werden, erwirbt die Gruppe 15 Mio. Aktien; zusammen entspricht das 3% der ausstehenden Valoren. Die neue Gewinnverteilungspolitik markiert einen Wendepunkt in der Strategie: Starbucks soll nicht mehr primär durch den Ausbau des weltweiten Geschäftsstellennetzes wachsen, sondern auf eine weniger kapitalintensive Art. Im Vordergrund stehen neue Produkte und neue Verkaufskanäle.

Lehren aus der Krise

Als Schultz Anfang 2008 an die operative Führungsspitze zurückkehrte, steckte das Unternehmen in der Krise. Starbucks war gewissermassen das Opfer des eigenen Erfolgs geworden und hatte im Heimmarkt USA überexpandiert. Das Geschäftsstellennetz war so dicht, dass sich die einzelnen Läden gegenseitig die Kundschaft streitig machten. Mit der überhöhten Kostenstruktur steuerte der Konzern schlecht vorbereitet in die Rezession. Der Verkauf pro Ladenfläche schwand dramatisch. Seither wurden mehrere hundert Stellen abgebaut, das Ladennetz ausgedünnt und der Kostensockel so um jährlich 580 Mio. \$ gesenkt. Im Quartal per Ende Dezember übertraf der Umsatz auf vergleichbarer Fläche endlich wieder den Vorjahreswert. Der Turnaround war damit vollzogen.

Wie Schultz vor den Aktionären darlegte, geht es aber um weit mehr als Kostenkontrolle. Im Kern will der 56-jährige Unternehmensgründer die mit der Marke verbundene Kundenerfahrung wieder auf das einstige Qualitätsniveau bringen, und zwar unabhängig vom Vertriebskanal: Die Leute sollen stets mit hochwertigen, unverwechselbaren Produkten versorgt werden, ob im klassischen, gemütlich eingerichteten Starbucks-Restaurant, beim Einkauf im Lebensmittelgeschäft oder neu, wenn sie den Kaffee der Tochtermarke Seattle's Best in Filialen der Fast-Food-Ketten Subway und Burger King bestellen.

Mehr Geschäft zu attraktiver Marge verspricht sich die Unternehmensleitung ausserdem vom Vertrieb des Instantkaf-

fees Via, der letztes Jahr lanciert wurde. Diese Multikanalstrategie und die neuen Angebote kommen keinem Moment zu früh: Starbucks musste sich dringend etwas Neues einfallen lassen, nachdem grosse US-Restaurantketten wie McDonald's und Dunkin' Donuts mit günstigen Qualitätskaffeeangeboten auf das Terrain des Marktführers vorgestossen waren.

Das will aber nicht heissen, im Kerngeschäft sei das Wachstumspotenzial schon ausgeschöpft: In den USA beträgt der Anteil am Kaffeemarkt 4%, weltweit nur 1%. Zudem braut die Gruppe nicht nur Kaffee, sondern bietet auch Tee, Frappé und diverse Snacks an. Starbucks will die Palette der Produkte noch erweitern. Die dazu nötigen Investitionen kann die Gruppe mühelos aus den freien Betriebseinnahmen finanzieren. Im laufenden Jahr kommen wieder schätzungsweise 1,4 Mrd. \$ Cashflow herein; lediglich ein gutes Drittel davon wird für die geplanten Investitionen benötigt.

Veränderter Anlagecharakter

Obschon Starbucks grundsätzlich eine Wachstumsgeschichte bleibt, verändert sich mit der Adjustierung des Geschäftsmodells der Charakter der Anlage: Als Investitionsmotiv tritt neben die Aussicht auf die Gewinnsteigerung die regelmäßige Rendite dank der Dividende. Nimmt man den geschätzten Gewinn pro Aktie im Geschäftsjahr 2011 von 1,26 \$ als Anhaltspunkt und unterstellt, dass 35% davon ausgeschüttet werden (44 Cent), dann beträgt die – hypothetische – Rendite derzeit 1,8% (Kurs am Donnerstag: 24,21 \$). Damit sind die am Nasdaq gehandelten Valoren zwar noch keine Renditeperlen. Aber immerhin sichert die Ausschüttung den Kurs nach unten ab.

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis 2011 ist mit 19 eher hoch. Anleger warten mit Vorteil eine Korrektur ab, bevor sie einsteigen. Allerdings ist Starbucks durchaus als Qualitätsanlage zu betrachten, die eine Prämie zum Gesamtmarkt verdient: Das Management hat bewiesen, dass es eine

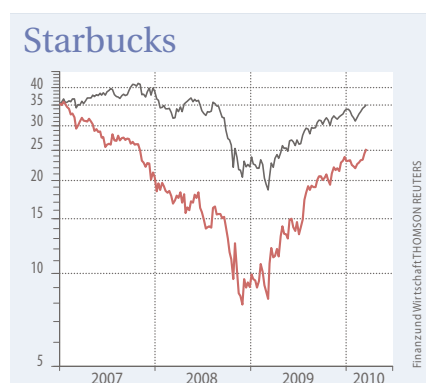


Konzernchef Howard Schultz blickt auf zwei Jahre harte Restrukturierungsarbeit zurück.

Krise meistern kann, und verfolgt eine klare Strategie. Die Expansion ausserhalb der USA steht erst am Anfang. In den Emerging Markets Asiens und Osteuropas zum Beispiel kann Starbucks die heranwachsende Mittelschicht mit attraktiven Produkten und dem dazugehörigen Lebensgefühl erfolgreich ansprechen.

Die Bilanz ist ebenfalls solid: Die Schulden machen bescheidene 18% des Eigenkapitals aus (vgl. Tabelle). Die komfortable Finanzlage erklärt ja auch, wa-

rum die Gesellschaft überhaupt in der Lage ist, in den Ausbau des Geschäfts zu investieren und zugleich einen wachsenden Teil des Gewinns durch Aktienrückkauf und die Dividende an die Eigner zu verteilen. Bleibt zu hoffen, dass das konjunkturelle Umfeld in den USA und in den übrigen 51 Ländermärkten von Starbucks günstig bleibt. Denn der Absatz des Kernprodukts – qualitativ hochwertiger Kaffee – wird anfällig für zyklische Schwankungen bleiben.



Starbucks: 24,21 \$, Symbol: SBUX
Nasdaq Composite angeglichen

Unternehmenszahlen

in Mio. \$	2008	2009	2010 ^A
Bilanz			
Bilanzsumme	5673	5577	
Eigenkapital	2491	3046	
Schulden (lang- u. kurzfr.)	1263	550	
Anz. Geschäfte Ende Sept.	16 680	16 635	16 935
– davon in den USA	11 567	11 128	11 228
Erfolgsrechnung			
Umsatz	10 383	9775	10 300
– Veränderung in %	+10,3	–5,9	+5,4
Operativer Gewinn	504	562	
– Veränderung in %	–52,2	+10,3	
Gewinn	316	391	520
– Veränderung in %	–53,1	+23,9	+33,0
– pro Aktie in \$ US-Gaap	0,43	0,52	1,07
– ohne Sondereffekte	0,71	0,80	1,10

^ASchätzung, Geschäftsjahr per Ende September

Zukunft von Fannie Mae und Freddie Mac steht zur Diskussion

US-Hypothekenfinanzierer hängen am Tropf des Staates – Opposition fordert private Häuserfinanzierung – Regierung will Staatsgarantien für Hypotheken beibehalten

MARTIN GOLLMER

Während der zurückliegenden achtzehn Monate hat das politische Washington ausserordentliche Anstrengungen unternommen, Hypotheken für Wohneigentum in den USA verfügbar und erschwinglich zu erhalten. Der Häusermarkt, dessen Krise die Finanzmärkte erschütterte und die Gesamtwirtschaft in eine Rezession abgleiten liess, zeigte deshalb vergangenes Jahr Zeichen der Erholung. Die Hausverkäufe, die zuvor vier Jahre lang rückläufig gewesen waren, begannen wieder zu steigen, und die Preise stabilisierten sich.

Die Regierung Obama erreichte dies, indem sie Fannie Mae und Freddie Mac – die beiden mächtigen kotierten Institutionen, die im Staatsauftrag Hypothekarkredite von Banken aufkaufen, sie garantieren sowie verbriefen und als Wertschriften weiterverkaufen – im September 2008 faktisch nationalisierte. Weil sich die Zahlungsausfälle auf garantierten Hypotheken häuften, gerieten Fannie und Freddie ins Trudeln. Seit 2007 haben sie beide Ver-

luste von insgesamt 207 Mrd. \$ angehäuft. Die Regierung musste bisher 127 Mrd. \$ frisches Kapital einschiessen, um Fannie und Freddie liquide zu halten und besitzt jetzt rund 80% des Aktienkapitals der beiden Hypothekenfinanzierer. Im vergangenen Dezember kündigte sie an, während der nächsten drei Jahren weiterhin unlimitiert Geld bereitstellen zu wollen.

Unentbehrliche Institutionen

Die grenzenlose Grosszügigkeit der Regierung hat einen Grund: Fannie und Freddie sind für das Funktionieren des amerikanischen Häuserfinanzierungsmarkts zurzeit unentbehrlich. Vergangenes Jahr kauften und garantierten sie 70% aller in den USA vergebener Hypothekarkredite. Völlig private Institutionen würden das nicht tun, weil die mit Hypotheken verbundenen Ausfallrisiken immer noch zu gross sind. Den Banken würden wichtige Refinanzierungsmöglichkeiten fehlen, gäbe es Fannie und Freddie nicht. Obendrein managt das Duo das 75 Mrd. \$ schwere Hypothek-

kenmodifikationsprogramm der Regierung, mit dem in Zahlungsschwierigkeiten befindliche Schuldner vor der Zwangsvollstreckung ihres Eigentums bewahrt werden sollen.

Weil Fannie und Freddie aber zunehmend als Fässer ohne Boden erscheinen, mehren sich die Rufe im Parlament – vor allem vonseiten der oppositionellen Republikaner –, die Regierung solle ihr kostspieliges finanzielles Engagement beenden. Die Republikaner fordern «ein Häuserfinanzierungssystem, in dem privates Kapital die erste Quelle der Hypothekenfinanzierung ist» und empfehlen, die jetzigen Operationen der beiden Hypothekenfinanzierer innerhalb von vier Jahren auslaufen zu lassen. Sie verweisen dabei darauf, dass trotz der Existenz von Fannie und Freddie der Zugang zu Wohneigentum nicht besser geworden ist. Die Zahl der Hausbesitzer stieg in den USA in den vergangenen dreissig Jahren nur 1,8 Prozentpunkte auf 67,2%.

Verluste für den Steuerzahler

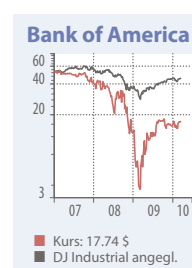
An einer Anhörung durch den Ausschuss für Finanzdienstleistungen des Repräsentantenhauses am Dienstag hatte Finanzminister Timothy Geithner nun Gelegenheit, den Standpunkt der Regierung darzulegen. «Ich habe noch kein ideales Modell gesehen, das an die Stelle des jetzigen Systems der Häuserfinanzierung treten könnte», sagte er. «Aber wir werden sorgfältig evaluieren müssen, wie wir eine bessere Form von Unterstützung gewähren können, die nicht dieselben Risiken trägt wie das aktuelle System.» Geithner gab zu, dass das Engagement des Staates in Fannie und Freddie mit «substanziellen Verlusten» für den Steuerzahler verbunden sei. Der Finanzminister machte zugleich

aber klar, dass der Staat auch in Zukunft eine Rolle in der Finanzierung von Wohneigentum haben müsse: «Es gibt ziemlich starke wirtschaftliche Argumente und ziemlich starke politische Argumente, um irgendeine Form von Garantien durch die Regierung beizubehalten, die helfen, den Häuserfinanzierungsmarkt zu stabilisieren», erklärte Geithner vor dem Parlamentsausschuss. Zurzeit stehen Fannie und Freddie sowie die Federal Housing Administration (FHA) hinter neun von zehn Hypotheken, die in den USA vergeben werden (vgl. Grafik). Die FHA ist eine

Regierungsagentur mit dem Auftrag, Wohnstandards zu verbessern, Hypotheken zu versichern und den Häuserfinanzierungsmarkt zu stabilisieren.

Geithner sagte weiter, dass es noch mehrere Monate dauern werde, bis ein konsensfähiger Vorschlag zur zukünftigen Regelung der Häuserfinanzierung und damit zur Zukunft von Fannie und Freddie ausgearbeitet sei. Solange diese Zukunft offen ist, und solange die beiden Hypothekenfinanzierer nicht ohne Staatshilfe überleben können, ist von einem Aktienengagement abzuraten.

BofA hilft Hypothekarschuldnern



Bank of America hat ein Programm zum teilweisen Erlass von Hypothekarschulden gestartet, um zu verhindern, dass in Zahlungsschwierigkeiten stekende Schuldner ihr Haus verlieren. Bemühungen, Millionen von US-Hausbesitzern vor der Zwangsvollstreckung zu bewahren, erhalten dadurch neuen Auftrieb.

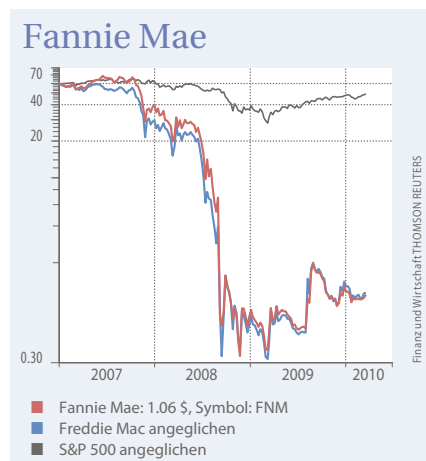
Das Programm wurde zu einem Zeitpunkt angekündigt, da die Regierung und Parlamentarier die Banken auffordern, mehr für finanziell angeschlagene Hypothekarschuldner zu tun. Die Regierung hat zudem selbst einen Plan zur verbesserten Unterstützung von Schuldnern angekündigt.

Weil der Häusermarkt Zeichen zeigt, dass er nochmals in eine Krise fallen könnte, wachsen in den USA die **Befürchtungen, die Zahl der Zwangsvollstreckungen könnte weiter steigen**. Zurzeit nimmt die

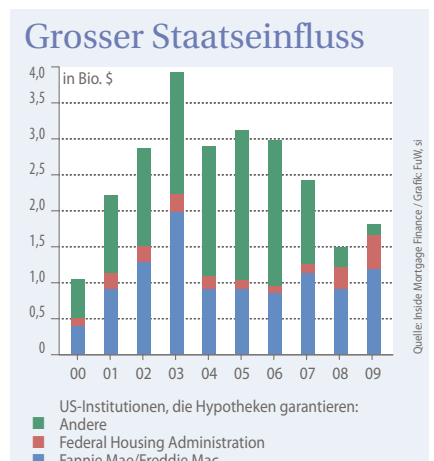
Zahl der Häuserverkäufe wieder ab, was die Preise erneut fallen lässt. Damit steigt die Zahl der Leute weiter, bei denen die Höhe der Hypothek den Wert des Hauses übersteigt. Viele von ihnen stellen in dieser Situation die Bedienung der Schuld ein.

Der Erlass eines Teils der Schuld über mehrere Jahre hinweg könnte manche Hausbesitzer jedoch bei der Stange halten und vor der Zwangsvollstreckung bewahren. Das Programm der BofA sieht einen **maximalen Erlass von 30% der Schulden** vor. Es richtet sich an Schuldner, die Subprime- oder andere Hochrisikohypotheken von Countrywide Financial erhalten haben. BofA übernahm Countrywide im Jahr 2008. Vorerst sollen 45 000 Schuldner in den Genuss des Programms kommen. BofA rechnet, dass ihr Kosten von rund 3 Mrd. \$ entstehen werden.

Die Aktion von BofA hat darum Gewicht, weil die **Bank der grösste Geber von Hypothekarkrediten in den USA** ist. Gegenwärtig sind 15% der Kreditnehmer der Bank mindestens 30 Tage in Verzug oder befinden sich im Prozess der Zwangsvollstreckung. **MG**



Fannie Mae: 1,06 \$, Symbol: FNM
Freddie Mac angeglichen
S&P 500 angeglichen



Grosser Staatseinfluss
Quelle: Inside Mortgage Finance / CoreLogic, Fitch IBCA