

Analyse der CSX Corporation



NYSE: CSX

WKN: 865857

ISIN: US1264081035

Die **CSX Corporation** ist eine US-amerikanische Eisenbahngesellschaft mit Sitz in Jacksonville. Sie gehört neben der Norfolk Southern Railway zur größten Eisenbahngesellschaft an der Ostküste. Zum Unternehmen gehören über 22,000 Meilen Schienennetz in 23 Staaten sowie Teilen Kanadas außerdem verfügt CSX über 4007 Lokomotiven und über 100,000 Güterwagen. Das Unternehmen beschäftigt ca. 36,000 Mitarbeiter.

Das Unternehmen:

Das Geschäftsfeld unterteilt sich in die Bereiche **Rail** und **Intermodal**.

Rail unterteilt sich des weiteren in die Bereiche **Merchandise**, **Coal** und **Automotive** wobei **Merchandise** aus den Unterbereichen **Chemicals**, **Emerging Markets**, **Forest Products**, **Agricultural Products**, **Metals**, **Phosphates and Fertilizers** und **Food and Consumers** besteht. Der Umsatzschwächere Bereich **Intermodal** besteht aus den Unterbereichen **International** sowie **Domestic**.

Warum Eisenbahn ?

Durch Warren Buffetts Einstieg bei der Eisenbahngesellschaft **Burlington Northern Santa Fe** richtete ich auch meine Interesse auf die Amerikanischen Eisenbahnen.

Es ist auffällig, dass die amerikanischen Eisenbahngesellschaften eine **oligopolartige Struktur** haben , da mehr als $\frac{3}{4}$ **des Umsatzes von nur 4 Unternehmen** generiert werden: Die **Burlington Northern Santa Fe** und die **Union Pacific** operieren im Westen sowie die **CSX Corporation** und die **Norfolk Southern Corp** im Osten. Dadurch entsteht eine starke **Marktmacht** der einzelnen Unternehmen da man effektiv nur **einen** Konkurrenten besitzt. Durch das Schienennetz besitzt man zudem eine **perfekte Markteintrittsbarriere**. Zudem wird das Eisenbahngeschäft durch den **hohen Ölpreis**, die starke Nachfrage nach **Rohstoffen** sowie dem Verlangen nach einem **schnellen** und **sicheren** Transportweg immer attraktiver.

Die CSX Corporation:

CSX verfügt an der Ostküste über ein **weites Streckennetz**:



Der Langfristchart in **logarithmischer** Darstellung:



Fakten auf Grundlage des 2007er Geschäftsbericht:

Die **Marktkapitalisierung** per 01/07/2008 belief sich auf 26,8 mrd \$.

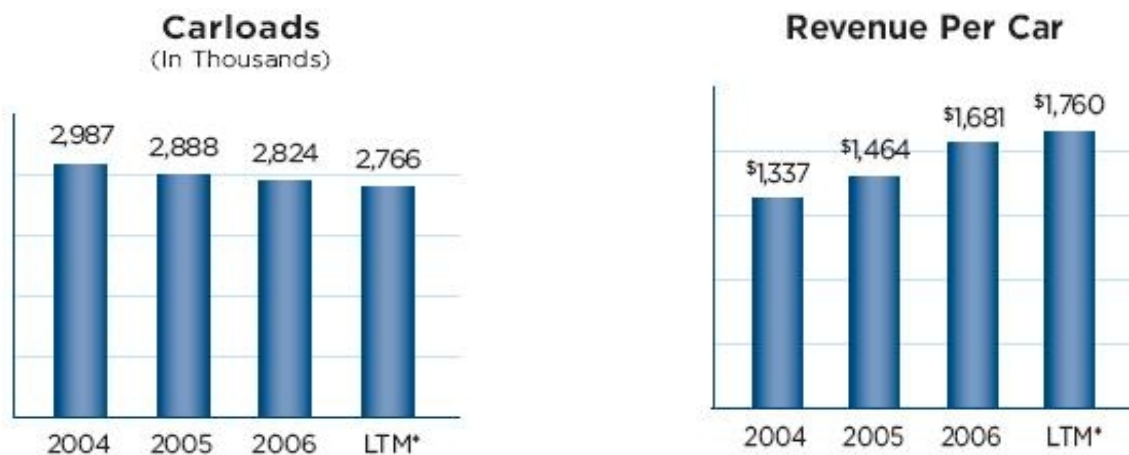
2007 erzielte die CSX Corporation einen **Umsatz** von 10,030 mrd \$ was einem Plus von **5 %** gegenüber dem Vorjahr entspricht. Der **operative Gewinn** stieg im gleichen Zeitraum von 2,138 auf **2,256 mrd \$**. Der Gewinn stieg leicht von 1,310 auf **1,336 mrd \$** wobei hier *steuerliche Effekte* mitspielten weshalb der **operative Cashflow** aussagekräftiger ist. Dieser stieg von 2,085 auf **2,184 mrd \$**. Des weiteren verfügt CSX über **Vermögenswerte** von **25,534 mrd \$**.

Analyse der Geschäftsbereiche:

In den meisten Geschäftsbereichen ist eine **Abnahme** des Transportvolumens bei **steigendem** Umsatz zu beobachten.

Im Bereich **Merchandise** fiel das Transportvolumen um 4 % wobei der Umsatz um 4 % auf 4,990 mrd \$ anstieg. Wachstumstreiber waren vor allem die Bereiche **Chemicals (+9%)**, **Agricultural Products (+15%)** sowie **Phosphates and Fertilizers (+19%)** hier zeigt sich, dass CSX ein direkter Profiteur des **Agrarbooms** ist. Rückläufig entwickelten sich die Bereiche **Forest Products (-7%)** und **Food and Consumer (-9%)** wobei vor allem letzterer der kleinste Bereich ist und hier durch die Abkühlung der US Wirtschaft sicherlich weiterhin **rückläufige** Umsatzzahlen zu erwarten sind. Hervorzuheben ist noch, dass der Umsatz je Einheit im Bereich **Merchandise** auf 1845 \$ kletterte und damit um satte 10 % zulegte, dies ist ein deutlicher Beleg für die Fähigkeit des Unternehmens die Preise zu bestimmen.

Hier sieht man die Entwicklung der Transportvolumina sowie des Umsatzes:

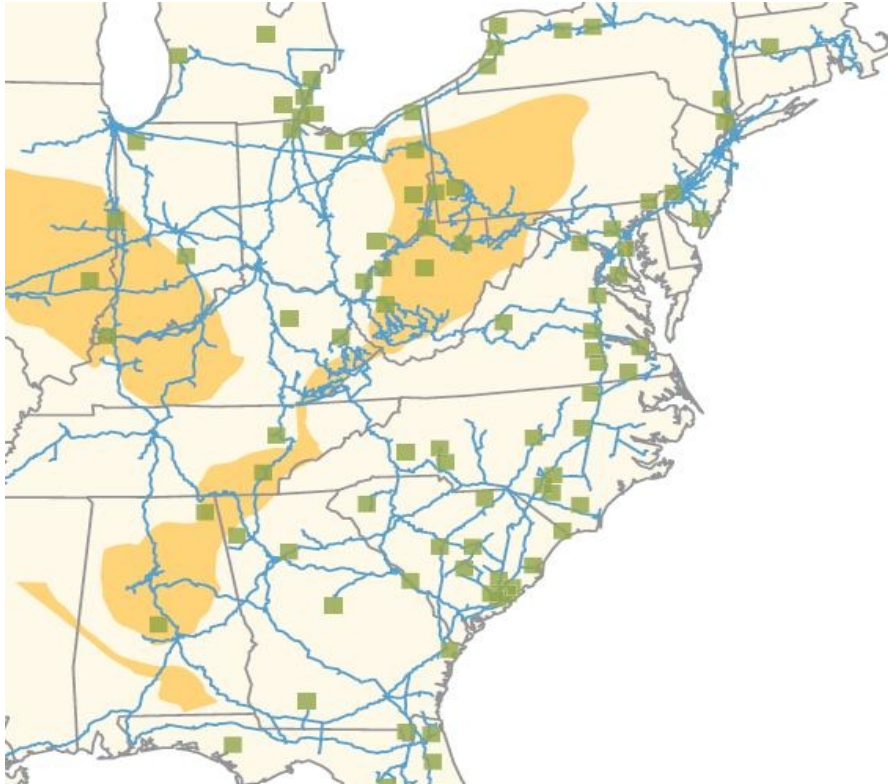


Zudem noch die Prozentuale Zusammensetzung der einzelnen Unterbereiche:



Im Bereich **Coal** sank das Transportvolumen ebenfalls um 2% wobei hier der Umsatz um 9 % stieg. Insgesamt trug der Bereich mit 2,603 mrd \$ zu mehr als $\frac{1}{4}$ **des Gesamtumsatzes** bei. Auch hier zeigte sich die Abhängigkeit der Unternehmen von CSX da man 2007 den Umsatz je Einheit um 11 % erhöhen konnte.

CSX verfügt über ein **ausgezeichnetes Streckennetz** für diesen Bereich:



[**Blau**: Streckennetz, **Viereckig**: Kohleförderung]

Der Bereich **Automotive** sank beim Transportvolumen sowie beim Umsatz. Insgesamt musste man einen Umsatzrückgang von 1 % verbuchen welcher sich 2008 sicherlich fortsetzen wird. Insgesamt generierte dieser Bereich allerdings nur 839 mio \$.

Insgesamt verbuchte der Bereich **Rail** also beim Transportvolumen einen Rückgang von 3 % wohingegen der Umsatz um 6 % zulegte. Insgesamt wurden 8,674 mrd \$ Umsatz generiert.

Im Bereich **Intermodal** musste man beim Transportvolumen einen Rückgang um 4 % hinnehmen sowie einen Umsatzrückgang von 4 % dafür waren vor allem die sinkenden Exporte an China verantwortlich. Ich rechne damit, dass dieser Trend 2008 gestoppt wird und man zumindest mit einem stagnierendem Umsatz rechnen kann.

Insgesamt entwickelten sich 2007 vor allem die großen Bereiche sehr positiv.

Aus diesen Angaben ergibt sich folgender **Quicktest**:

Werte in Millionen US-Dollar		Bilanz	G&V
Flüssige Mittel	(FLM)	368,00	
Vorräte		0,00	
Eigenkapital	(EK)	8.685,00	
Fremdkapital	(FK)	16.849,00	
Gesamtkapital	(GK)	25.534,00	
Betriebsleistung (Umsatzerlöse, etc.)	(BL)		10.030,00
Fremdkapitalzinsen	(FKZ)		417,00
Cash Flow vor Steuern	(CF)		2.822,00
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	(EGT)		1.932,00
Ergebnisse			
Eigenkapitalquote	$\frac{EK \cdot 100}{GK}$	34,01%	
Schuldtilgungsdauer in Jahren	$\frac{(FK-FLM)}{CF}$	5,84 J.	
Gesamtkapitalrentabilität	$\frac{(EGT+FKZ) \cdot 100}{GK}$		9,20%
Cash Flow in % der BL	$\frac{CF \cdot 100}{BL}$		28,14%
Beurteilung/Note			
Eigenkapitalquote		1,00	
Schuldtilgungsdauer in Jahren		3,00	
Finanzielle Stabilität		2,00	
Gesamtkapitalrentabilität			3,00
Cash Flow in % der BL			1,00
Ertragskraft			2,00
GESAMT			2,00

Ertragskraft und Liquidität:

Eigenkapitalrendite:

2005: 12,83 %

2006: 14,64 %

2007: 15,38 %

Gesamtkapitalrendite:

2005: 6,23 %

2006: 6,77 %

2007: 6,86 %

Eigenkapitalquote:

2006: 35,58 %

2007: 34,01 %

Liquidität I,II und III:

Liq I : 13,77 % ==> gut

Liq II: Keinen Sinn bei Eisenbahnen

Liq II: 93,26 % ==> gut

Anlagendeckung I und II:

AL I : 39,87 % ==> gut

AL II: 117,23 % ==> sehr gut

Operating Ratio: (Bei Eisenbahngesellschaften sehr wichtig)

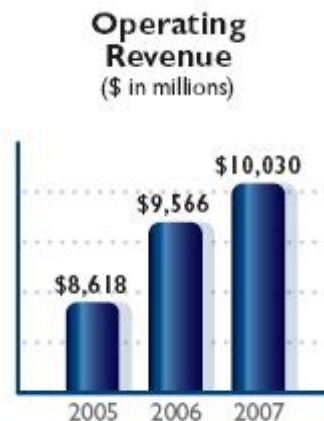
2006: 77,65 %

2007: 77,50 %

Im allgemeinen versteht man eine Operating Ratio von unter 80 als sehr gut. In den nächsten Jahren will CSX eine Operating Ratio von ~73 erreichen, was sehr gut wäre.

Analyse der Gewinn- und Verlustrechnung & Bilanz:

Im Geschäftsjahr 2007 machte CSX 10,030 mrd \$ Dollar Umsatz.



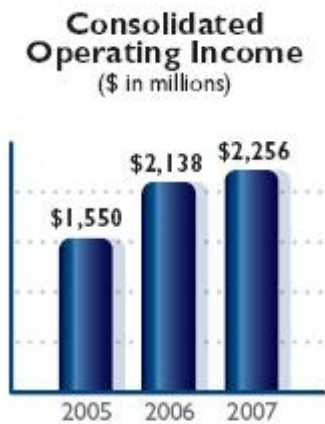
7,774 mrd \$ gingen als Kosten davon ab. Daraus errechnet sich die oben angesprochene Operating Ratio von 77,50 %. Insgesamt wurde hier sehr gute Arbeit geleistet, zum einen wäre man ohne den Einmaleffekt einer Versicherungsgutschrift (Katrina) aus dem Vorjahr noch weiter unter der Operating Ratio des Vorjahres, zum anderen wuchsen selbst die Spritkosten gerade mit dem Umsatz. Im Bereich Fuel betreibt man auch Hedges.

An dieser Stelle möchte ich auf das tolle Kostenmanagement eingehen:

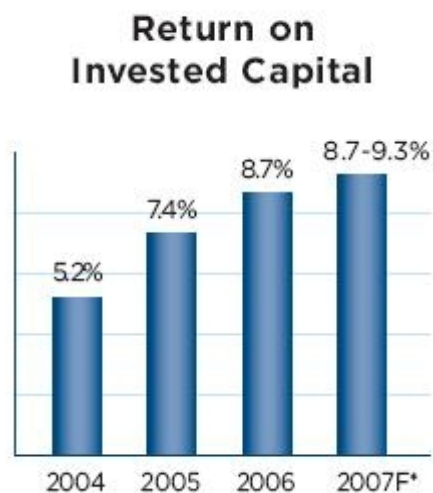
Operating Revenue	\$ 10,030	\$ 9,566	\$ 8,618	\$ 8,040	\$ 7,573
Operating Expense	7,774	7,428	7,068	7,040	7,053

Wie man sieht, stieg der Umsatz deutlich stärker als die Kosten, was zum einen für die Marktmacht von CSX und zum anderen für ein gutes Hedging und Kostenmanagement spricht.

Der operative Gewinn stieg um 5,5 % auf 2,256 Mrd. \$. Eine relativ hohe Steuerquote verringerte dann aber den Jahresüberschuss auf gerade einmal 1,9 %.



Wie man sieht, wird das Unternehmen auch immer profitabler:



Erfreulich ist auch die EPS Entwicklung:

2005: 2,52 \$

2006: 2,82 \$

2007: 2,99 \$

Die Dividende wurde die letzten 3 Jahre mehr als verdoppelt:

2005: 0,21 \$

2006: 0,33 \$

2007: 0,54 \$

Die EKQ lag 2007 bei 34 % was im Branchenschnitt liegt und somit in Ordnung ist. Außerdem ist das Gearing mit 79 % im Rahmen – das Eisenbahngeschäft ist traditionell ein kapitalintensives Geschäft und schwer mit anderen Branchen zu vergleichen. Außerdem wird die finanzielle Sicherheit durch gute Liquiditäts- und Anlagendeckungsgrade sowie eine sehr gute Cashflow Entwicklung unterstrichen.

Die Cashflowrechnung:

Der operative Cashflow erreichte 2007 mit 2,184 mrd \$ wieder einen sehr guten Wert. Im Vorjahr erreichte man 2,085 mrd \$. Davon gingen 1,773 mrd \$ für Zukäufe von Wagons und Gebäude drauf. Dadurch ergibt sich ein Freecashflow von 491 mrd \$ von dem 231 mio \$ an Dividenden ausgeschüttet und 2,174 mrd \$ in Aktienrückkäufe geflossen sind. Unterm Strich bleibt ein Minus von 93 mio \$ übrig welches die Flüssigen Mittel auf 368 mio \$ verringert.

Bewertung:

Zurzeit notiert die Aktie bei 57 \$

KGV: 19,18 ==> teuer

KBV: 2,96 ==> moderat

KUV: 2,56 ==> moderat

Auf den ersten Blick wirkt die Bewertung eher teuer.



Wirft man nun aber einen Blick auf die beachtliche Steigerung welche die Aktie in den letzten 10 Jahren durchgemacht hat so erscheint die Bewertung nicht mehr ganz so hoch. Diese Meinung wird durch den Ausblick verständlich.

Die Konkurrenten:

Unternehmen	Bilanzsumme	Eigenkapital	Umsatz	Gewinn	EPS	KGV	KBV	KUV	GKR	EKR	Umsatzrendite	Kurs	Anzahl Aktien	EKQ	Marktkap.
Burlington Northern Santa Fe	33583	11144	15802	1829	5,1	18,4	3,02	2,13	6,96	16,41	11,57	93,83	358,9	33,18	33,68
Union Pacific	38033	15585	16283	1855	3,45	20,54	2,44	2,34	6,14	11,9	11,39	70,85	536,8	40,98	38,03
CSX	25534	8685	10030	1336	2,99	19,18	2,96	2,56	6,86	15,38	13,32	57,36	448,2	34,01	25,71
Norfolk Southern Corp	26144	9727	9432	1464	3,68	16,02	2,41	2,49	7,28	15,05	15,52	58,94	397,8	37,21	23,45

Grün markiert sind jeweils die besten Werte. Aufgrund der geographischen Lage und der besseren Situation gegenüber Unwetter, da im Westen mehr Nahrung angebaut wird, welche durch Unwetter zerstört werden können, im Osten aber der Fokus bei Pharma und Kohle liegt, erachte ich CSX und Norfolk Southern Corp als die besseren Eisenbahngesellschaften, wobei ich bei CSX mit einem höheren Gewinnwachstum rechne.

Ausblick:

Das Unternehmen macht in den letzten Jahren tolle Fortschritte, zum einen konnte die Profitabilität gesteigert werden und die Dividende über Jahre gesteigert werden, zum anderen beendete man ein 3 mrd \$ schweres Aktienrückkauf Programm und will nun bis Ende 2009 weitere 3 mrd \$, das entspricht 15 % der Marktkapitalisierung zurückkaufen. Dies verspricht eine deutliche Verbesserung des Shareholder Values.

Doch auch in anderen Bereichen macht CSX starke Fortschritte, so konnte die Unfallrate der Mitarbeiter sowie die Zugunfälle, welche für die Kunden natürlich sehr unangenehm sind, kontinuierlich gesenkt werden:



Über die letzten 3 Jahre konnten die betrieblichen Verletzung um 30% , die Zugunfälle sogar um 40 % gesenkt werden.

Außerdem plant man bis 2010 den operativen Gewinn um 10% - 12% pro Jahr zu erhöhen und den EPS vor Aktienrückkäufen um 15% - 17% pro Jahr erhöhen zu können.

Die Ergebnisse des **ersten Quartals** sind schon mal sehr gut gewesen: Man konnte den Gewinn je Aktie von 52 Cent auf 85 Cent je Aktie erhöhen. Der Umsatz erhöhte sich dabei um 12 % auf 2,7 mrd \$. Für das Gesamtjahr plant CSX nun mit einem EPS von 3,40 \$ – 3,60 \$. Bis 2009 will man des weiteren 1200 Lokomotiven, als knapp 1/5 des Bestands mit neuen Motoren ausrüsten um die Effizienz zu erhöhen und den CO² Ausstoß zu verringern, was den Spritverbrauch pro Jahr um 10 mio Gallonen verringern wird. Des weiteren zeigt der Quartalsbericht das der hohe Benzinpreis gut an die Kunden weitergegeben werden konnte, da der LKW Transport deutlich teurer ist. Es ist noch anzumerken, dass TCI und ein weiterer Hedgefund bei CSX eingestiegen sind. Das Management und die Hedgefonds verstehen sich leider gar nicht. Generell werte ich den Einstieg von Chris Hohn

aber positiv, da man bei CSX sicherlich die Margen noch stark verbessern kann und Hohn dabei bisher immer gute Arbeit geleistet hat.

Alles in allem hat CSX Corporation meiner Meinung nach die besten Voraussetzungen aller Eisenbahngesellschaften das Wachstum nachhaltig zu steigern. Ich denke, dass Buffett mit der Entscheidung in den Eisenbahnsektor einzusteigen richtig liegt, jedoch hat er meiner Meinung nach in das falsche Unternehmen investiert, Burlington wird sicherlich auch gute Ergebnisse geliefert, jedoch halte ich die an der Ostküste angesiedelten Unternehmen für die besseren und langfristig rentableren Eisenbahnen. Ein Beispiel dafür ist die Gewinnwarnung von Union Pacific aufgrund der Überflutungen in den USA 2008. Meiner Meinung nach ist CSX gegen Unwetter und andere Naturkatastrophen geographisch besser geschützt.

Schätzungen & Fair Value:

EPS:

2008: 3,49

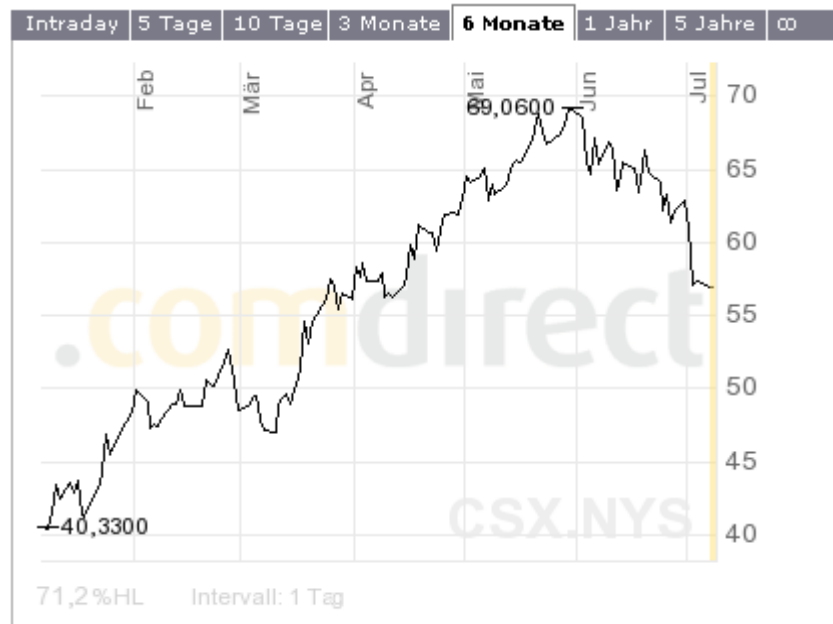
2009: 4,04

Fair Value:

2008: 62,82 \$

2009: 72,72 \$

Abschließend noch eine kurzfristige Betrachtung des Charts:



Per Juli 2008 befinden wir uns in einer Abwärtsphase welche zu günstigen Einstiegskursen führen sollte. Ich erachte Kurse um die 50 \$ als günstig.

Viele Grüße, Stairway