

Aktienanalyse
Callaway Golf Company



Zusammenfassung

Dieses Dokument enthält eine Analyse des Unternehmens Callaway Golf (WKN: 883644 | ISIN: US1311931042) nebst einer Bewertung und Ausblick.

Callaway Golf

Fair Value: 8,42 \$

WKN: 883644 | ISIN: US1311931042 - Kurs: 7,41 Dollar

(EUR)	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
EPS	-0.15	0.19	0.34	0.81	1.04	-0.21	0.46
KGV	n/a	73.0	42.4	21.5	8.9	n/a	16.3
KBV	1.8	1.8	1.8	2.0	1.0	0.7	0.7
KUV	1.0	1.0	1.0	1.1	0.5	0.5	0.5
GKR(%)	n/a	1.77	2.89	6.41	7.73	n/a	3.6
EKR(%)	n/a	2.25	3.97	9.53	11.5	n/a	4.4
UR (%)	n/a	1.33	2.29	4.85	5.92	n/a	3.21

Überblick über das Unternehmen

Die Callaway Golf Company ist ein US-amerikanisches Unternehmen mit Sitz in Carlsbad (Kalifornien, USA). 3000 Mitarbeiter entwickeln und produzieren Golfausrüstung wie Golfschläger, Golfbälle und weiteres Zubehör. Mit einem jährlichen Umsatz von 1,1 Mrd. US-Dollar ist Callaway neben TaylorMade und der Acushnet Company einer der drei größten und bekanntesten Golfartikelhersteller der Welt.

Der Chart zeigt die bewegte Geschichte des Unternehmens. Nachdem Callaway Golf zwischen 1992 und 1996 sehr stark bei Umsatz und Margen wuchs, konsolidierte die Branche zwischen 1998 und 2004. Danach folgte eine noch immer andauernde Restrukturierung und der starke Kursrückgang im Zuge der internationalen Rezession. In den letzten Monaten erholte sich der Kurs, notiert aber immernoch bei einem historisch niedrigen Kurs.



Abbildung 1: Logarithmischer Langfristchart

Das Unternehmen gliedert sich wie folgt:

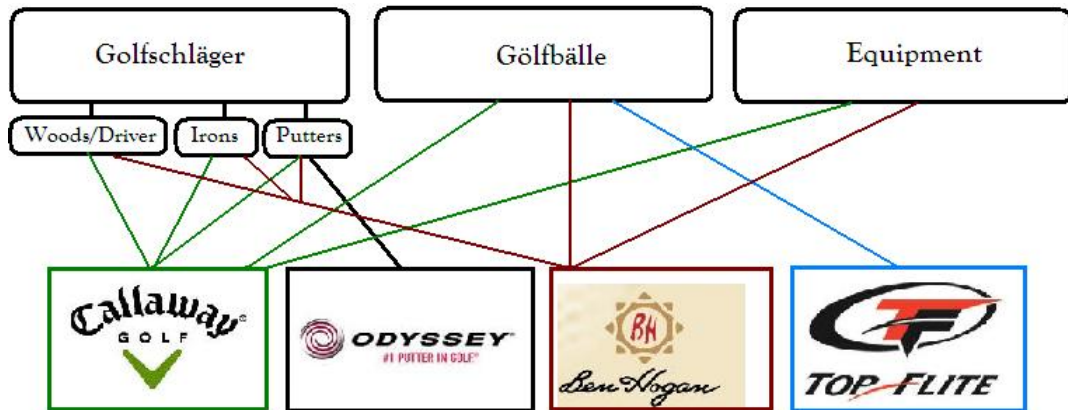


Abbildung 2: Struktur und Marken des Unternehmens

Das Unternehmen besteht hauptsächlich aus den Kernmarken Callaway Golf, Ben Hogan, Odyssey Sports sowie Top Flite, daneben kaufte das Unternehmen 2008 mit uPlay Inc. ein Unternehmen das in der Herstellung von GPS Systemen für Golfer tätig ist.

Inhaltsverzeichnis

1	Der weltweite Golfmarkt	6
1.1	Der amerikanische und europäische Golfmarkt	7
1.2	Der deutsche Golfmarkt	8
2	Überblick über das Unternehmen	11
2.1	Geschichte	14
2.2	Produkte	15
2.3	Aktionärsstruktur	16
3	Externe Einflussfaktoren und Branchenspezifika	17
3.1	Metallpreise insb. Titan und Holz	17
3.2	Kunden	17
3.3	Konkurrenz	18
4	Umsatz	19
4.1	Umsatz in den USA	21
4.2	Umsatz in Asien	21
4.3	Umsatz in Europa	22
5	Jahresabschluss	23
5.1	GuV	23
5.2	Bilanz	26
5.3	Cashflow	28
6	Die Aktien und ihre Bewertung	29
6.1	KGV	29
6.2	KBV	30
6.3	KUV	30
6.4	Fair Value	31
7	Ausblick	32
7.1	Umsatztrend 2009	32
7.2	Prognose	33
7.3	Ausblick 2010 und Fazit	34
7.4	Fazit	36

1 Der weltweite Golfmarkt

Das Volumen des weltweiten Golfschlägermarktes wurde in einer neulich veröffentlichten Studie auf 3,9 Mrd. USD geschätzt, womit Callaway auf einen Anteil von 23 Prozent am Weltmarkt kommt, rechnet man noch die Golfbälle und andere Goldartikel wie Schuhe, GPS Geräte und Kleidung mit ein, so halten sich ein Gesamtvolumen von 7,1 Mrd. USD für realistisch, womit die vier größten Anbieter auf einen Weltmarktanteil von 59 Prozent kommen.

Laut einer Studie von Golf20/20 ist die gesamte Golfindustrie (Unternehmen, Investitionen in die Plätze, Medien, Charity) rund 70 Mrd. US-Dollar wert und umfasst rund 42 Mio. Spieler, welche auf über 15.000 Plätzen weltweit aktiv sind.

In den etablierten Märkte wie Nordamerika, Europa und Japan zeigen sich klare Anzeichen eines teilweise gesättigten Marktes, wobei in den Schwellenländern wie China und Indien laut einer Golfmarktstudie in den nächsten Jahren Wachstumsraten von 25 Prozent p.a. zu erwarten sind. Dies ist auch darauf zurückzuführen, da die neu etablierte Oberschicht in diesen Ländern einen westlichen Lebensstil anstrebt, welcher vor allem in Wirtschaftskreisen unter anderem aus Golf besteht.

1.1 Der amerikanische und europäische Golfmarkt

Während die Märkte auserhalb der USA weiterhin wachsen, nimmt die Anzahl der Spieler in den USA kontinuierlich ab, zwischen 2000 und 2006 spielten mit 15 Mio. Spieler 1,7 Mio. weniger als 6 Jahre zuvor. Zudem korreliert die Aktivität der Golfspieler zumindest in den USA stark mit der Wirtschaft, was deutlich weniger gespielte Runden für die nächsten Jahre vermuten lässt. Wie auch in Europa sind rund ein Viertel der Golfspieler weiblich, wobei hier ein klarer Aufwärtstrend zu erkennen ist.

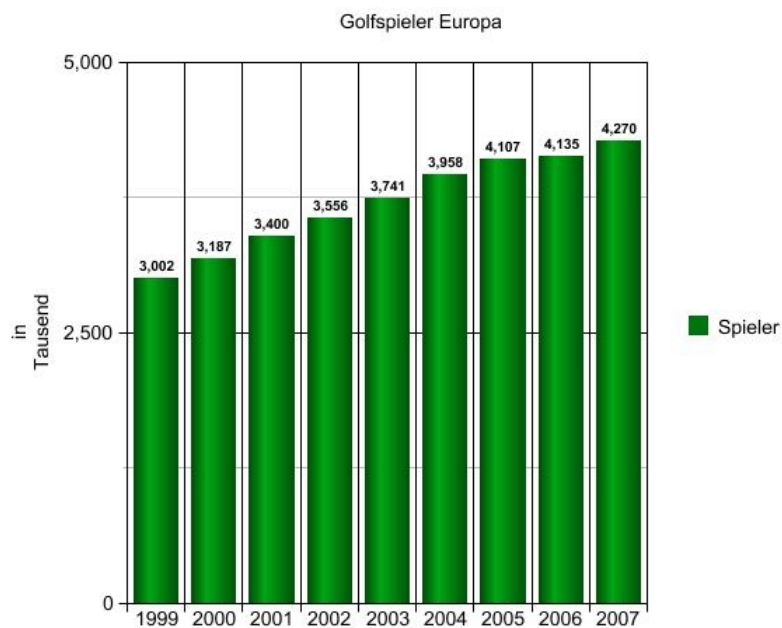


Abbildung 3: Entwicklung Golfspieler in Europa

Die Entwicklung der Golfspieler in Europa wies in den letzten 10 Jahren ein Wachstum von 3,8 Prozent aus. Dabei ist die Verbreitung des Golfsports in den einzelnen Ländern noch sehr unterschiedlich, während in Irland 6,8 Prozent der Bevölkerung Golf spielen, sind es in England, dem wichtigsten Golfmarkt Europas (900.000 Spieler) nur 1,8 Prozent und in Deutschland gerade mal 0,7 Prozent. Der Anteil der golfspielenden Frauen belief sich über die letzten Jahre bei leichtem Wachstum um etwa 25 Prozent.

Im folgenden werden einige Details anhand des deutschen Golfmarkts beschrieben:

1.2 Der deutsche Golfmarkt

Als Beispiel für den europäischen Golfmarkt wird an dieser Stelle Deutschland betrachtet. Grafik 4 gibt einen Überblick über die Entwicklung der Golfspieler und -plätze in den letzten 10 Jahren.

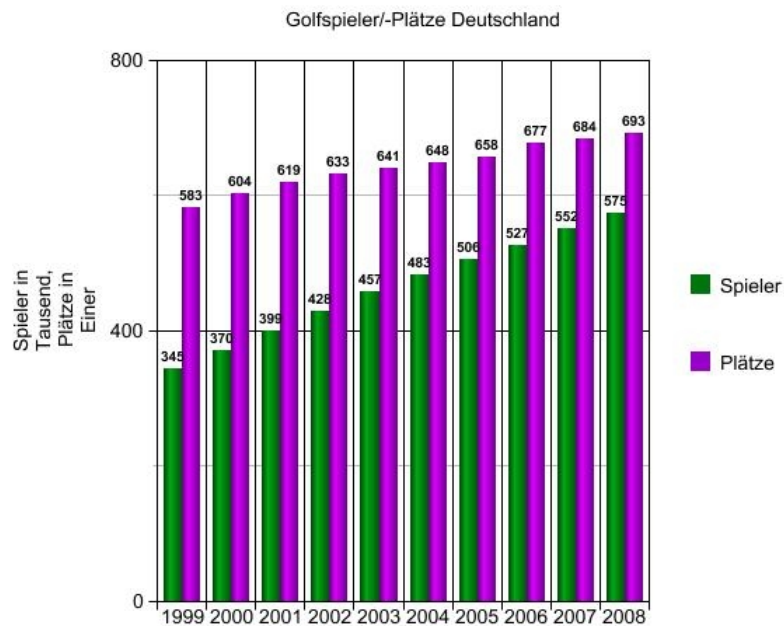


Abbildung 4: Entwicklung Golfspieler und -Plätze in Deutschland

Während der Trend bei den Golfspielern weiterhin nach oben zeigt, nimmt die Steigerungsrate seit 1999 mit 8,5 Prozent auf 4,1 Prozent 2008 kontinuierlich ab. Das eine Steigerungsrate von 8,5 Prozent nicht ewig gehalten werden kann, wird schon dadurch klar, dass bei einer konstanten Steigerungsrate von 8,5 Prozent nach 30 Jahren die gesamte Zielgruppe in Deutschland von etwa 7 Mio. Golfern Golf spielen würde. Insgesamt spielten im Jahr 2008 575.176 Bundesbürger Golf. Bei den Golfplätzen zeigt sich eine analoge Entwicklung, zwar nimmt die Gesamtzahl weiterhin zu, jedoch schrumpfte auch hier die Wachstumsrate von 3,7 auf 1,3 Prozent.

Durch diese natürliche Sättigungsgrenze macht eine Betrachtung der absoluten Veränderung mehr Sinn, so zeigt sich über die letzten 20 Jahre eine erstaunliche Konstanz.

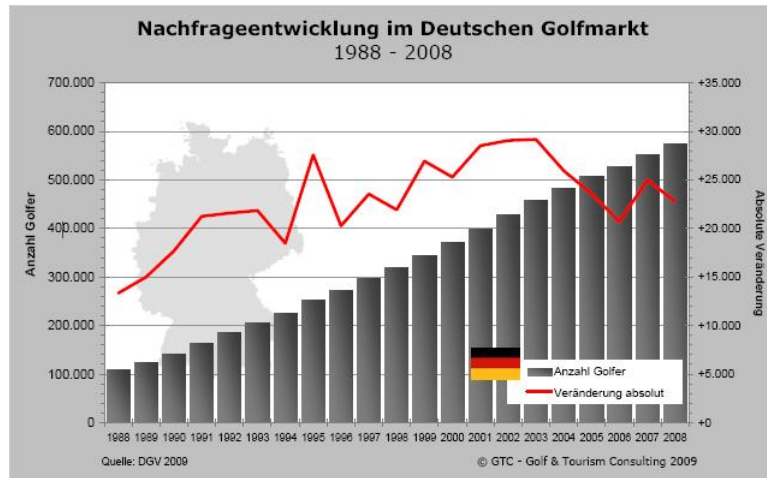


Abbildung 5: Entwicklung Golfspieler und -Plätze in Deutschland

In Deutschland sind inzwischen mehr als 42 Prozent aller Golfer älter als 55 Jahre, mit 47 Prozent stellen die 22-54 jährigen die größte Gruppe, daneben stellen die unter 21 jährigen mit 11 Prozent den geringsten Anteil. Interessant ist die Tatsache, dass die Nachfrageerhöhung nicht durch junge Spieler sondern viel mehr von den über 55 jährigen getrieben wird.

Wie die untenstehende Grafik verdeutlicht, stiegen auch die Mitgliedschaftsgebühren in den letzten 10 Jahren deutlich an, wodurch 2007 Kosten von rund 1.003 Euro pro Jahr auf einen Erwachsenen zukamen. Hierdurch ist auch die höhere Nachfrage bei den über 55 jährigen zu erklären, da diese Schicht tendenziell über mehr Mittel als die unter 21 jährigen verfügen.

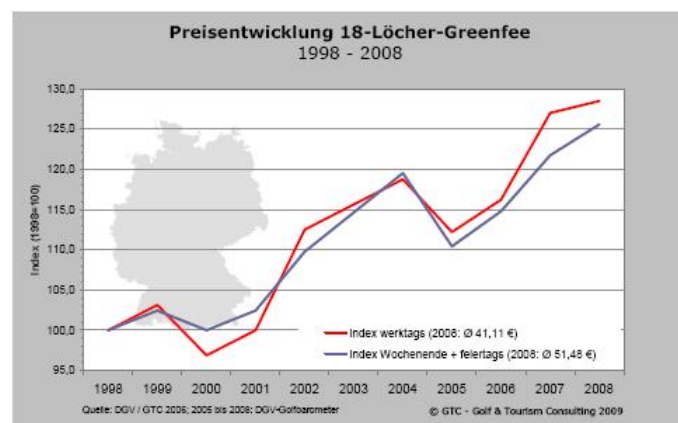


Abbildung 6: Preisentwicklung - Golfspielen

Da die Steigerungsraten bei den Golfspielern die der Plätze deutlich übertraf, ist zu erwarten, dass in den nächsten Jahren vermehrt in Golfplätze oder Kapazitätsausweitungen investiert wird.

In Deutschland und Europa zeigt sich damit ein zweigeteiltes Bild, zum einen besteht in vielen Ländern noch großes Potential, zum anderen lassen die Wachstumsraten aber deutlich nach, was mit der zunehmenden Sättigung des Marktes zutun hat. Für den europäischen Markt bleibt damit für die Hersteller jedoch interessant, wobei die Wachstumsraten moderat bleiben werden.

2 Überblick über das Unternehmen

Callaway Golf ist in jedem Geschäftssegment Marktführer oder auf dem zweiten Platz vertreten, besonders im Putterbereich ist das Unternehmen seit 1997 durch die Odyssey Putter komfortabler Marktführer. Im Segment der Driver/Woods ist Callaway durch Produkte wie die Big Bertha sehr stark vertreten. Der Umsatz belief sich im Rekordjahr 2007 auf 1,12 Mrd. Dollar wird aber im Zuge der weltweiten Rezession im Jahr 2009 deutlich unter der 1 Mrd. Marke liegen. Der Marktanteil des Unternehmens wird von mir auf 15,4 Prozent geschätzt, womit das Unternehmen neben TaylorMade, Acushnet und NikeGolf zu den Marktführer gehört.

Das Unternehmen besteht aus folgenden Sparten:

- Golfschläger*
- Golfbälle
- Equipment

*(Driver/Woods, Irons, Putters) bzw. (Callaway, Top Flite, Ben Hogan und Odyssey Sports)

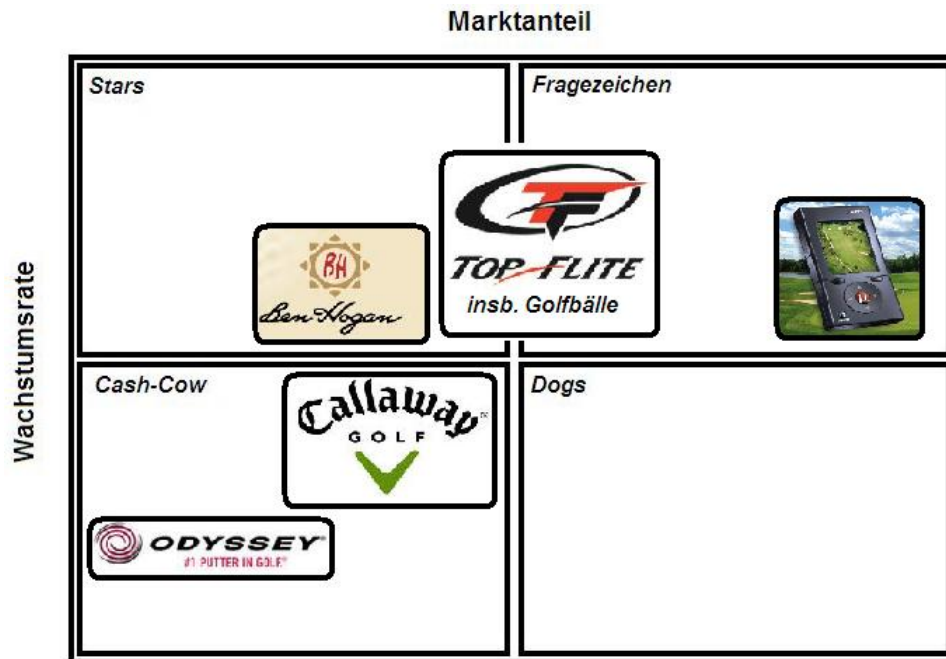


Abbildung 7: BCG-Matrix des Unternehmens

Die BCG Matrix verdeutlicht die Chancen und Probleme des Unternehmens.

Cash-Cow: Als Cash-Cow sind vorallem die etablierten Marken wie Callaway im Gesamten Golfschlägersegment und Odyssey im Puttersegment zu nennen. Hier verfügen die Marken über ein hohes Qualitätsbewusstsein und durch Blockbuster wie die Big-Berta und den Odyssey Putter auch über eine Bekanntheit weit über die Golfwelt hinaus. Diese Segmente benötigen entsprechend geringe Investitionen bei relativ hohen und konstanten Cashflows, welche wiederum zur Finanzierung der Stars und Fragezeichen benötigt werden.

Stars: Das große Problem der Golfbranche ist die weitgehende Sättigung in den etablierten Märkten, wodurch auch kaum Stars mit hohen Wachstumsraten bei den diversen Herstellern aufzufinden sind. Dieses Bild zeigt sich auch bei Callaway indem höchstens der Schlägerhersteller Ben Hogan als Star gelten kann, da das Schlägersegment ein höheres Wachstum als das Ballsegment aufweisen kann. Dieser Bereich ist also der klare Schwachpunkt des Unternehmens, dies zeigt sich auch in den Zahlen: Hohe Freecashflows aber nur moderates Wachstum.

Fragezeichen: Weitgehend ungewiss ist die Entwicklung des neuen uPlay Bereichs welcher GPS Systeme für Golfplätze anbietet. Positiv hat sich dagegen das Golfballsegment entwickelt, während das Segment vor fünf Jahren noch äußerst defizitär war, restrukturierte CEO George Fellows das Segment erfolgreich um, sodass dieses Segment inzwischen wieder profitabel wirtschaftet, dies wurde unter anderem auch durch die Übernahme des Golfballsegment von Top Flite erreicht, da man davor nicht die kritische Masse erreicht hatte, welche zum profitablen Wirtschaften in diesem Bereich notwendig ist. Dennoch ist in diesem Segment nur mit moderaten Umsatz-, dafür aber mit höheren Gewinnsteigerungen zu rechnen, weshalb das Segment vorerst zwischen dem „Fragezeichen“ und „Stars“ Segment einzuordnen ist. Dies ist besonders erstaunlich, da das Segment noch vor drei Jahren ohne Zweifel im „Dogs“ Bereich einzuordnen gewesen wäre.

Dogs: Während das „Stars“ Segment wenig aussichtsreich erscheint, hat es das Unternehmen geschafft seinen „Dogs“ Bereich zu säubern, wodurch hier immerhin die Downside begrenzt ist. Dem Unternehmen fehlt also ein Wachstumsmotor, dafür hat es aber auch kein Segment, welches defizitär wirtschaftet.

2.1 Geschichte

- 1982 - Gründung durch Ely Callaway
- 1991 - Einführung des Drivers Big-Bertha
- 1996 - Callaway gilt bereits als größtes Golfunternehmen der Welt
- 1998 - Unter einem neuen CEO findet eine großangelegte Reorganisation statt
- 2003 - Das Unternehmen übernimmt die insolvente Top Flite für 180 Mio. Dollar
- 2004 - George Fellows wird CEO
- 2005 - Fellows restrukturiert den administrativen Bereich
- 2007 - Restrukturierung des Produktionsbereichs
- 2008 - Mit uPlay übernimmt Callaway einen Hersteller von GPS Systemen für Golfer

2.2 Produkte

Abbildung 8 zeigt exemplarisch Produkte aus den verschiedenen Segmenten des Unternehmens.

	<i>Driver/Woods</i>	<i>Irons</i>	<i>Putter</i>	<i>Golfballs</i>	<i>Equipment</i>
<i>hoch</i>					
<i>Preissegment mittel</i>					
<i>moderat</i>				 	

Abbildung 8: Produktportfolio

Das Unternehmen bietet, vorallem im gehobenen Segment, Driver und Woods an, welche aus Titan oder Holz gefertigt sind und dem Abschlag bzw. sehr langen Schlägen dienen. Bei den Irons (Eisern) verfügt das Unternehmen ebenfalls über eine große Auswahl die nahezu alle Preissegmente abdeckt, wobei Callaway tendenziell eher etwas teurer als die Konkurrenz ist.

Bei den Puttern verfügt der Konzern durch die Odyssey Putter über eine hervorragende Marktposition, dazu bietet das Unternehmen noch diverse Putter von Callaway selbst und Ben Hogan an. Im Bereich der Golfbälle bietet das Unternehmen hauptsächlich die eigenen Callaway Bälle sowie die 2003 erworbenen Top Flite Bälle an.

2008 verstärkte sich das Unternehmen besonders im Bereich Equipment, da mit uPlay ein Anbieter von GPS Systemen für Golfer und Golfplätze erworben wurde. Daneben bietet das Unternehmen allerlei Accessories für Golfer wie Golfschuhe und Handschuhe an.

2.3 Aktionärsstruktur

Abbildung 9 zeigt die Verteilung der Anteilseigner sowie den Freefloat der Aktie.

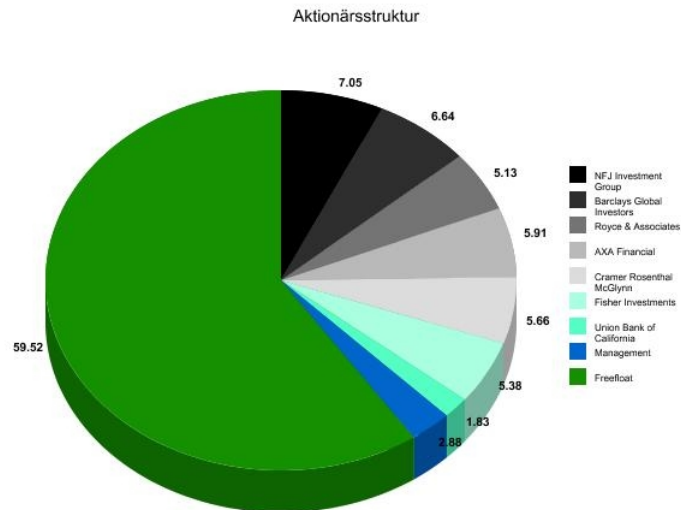


Abbildung 9: Anteilseigner

NFJ Investment Group LLC ist mit 7,05 Prozent der Aktien der größte Anteilseigner, das Unternehmen gehört zu Allianz Global Investors und verfolgen seit 12 Jahren einen Value Investing Ansatz.

Mit 6,64 Prozent ist Barclays Global Investors ein weiterer bekannter Großaktionär. Genauere Absichten und Haltedauer sind nicht bekannt.

Ein weiterer Value Fonds ist Royce & Associates welche 5,13 Prozent der Anteile halten, diese Fonds ist besonders auf Small- und Midcaps spezialisiert.

Neben diesen bekannten Fonds, halten weitere institutionelle wie AXA und Fisher Investments bedeutende Anteile am Unternehmen, das Management hält insgesamt 2,88 Prozent, wovon 1,22 auf CEO George Fellows entfallen.

Die Aktionärsstruktur stellt sich für Langfristanleger sehr gut dar. Zum einen ist ein Großteil der Aktien in Händen von bekannten Value Investoren, was ein Anzeichen dafür ist, dass in dem Unternehmen noch sehr viel Potential steckt, zudem sehen diese Fonds in der Regel von kurzfristigen Erfolgsdruck und Shareholder Activism ab, was gerade in einer Restrukturierungsphase sehr wichtig ist. Daneben ist der Freefloat noch groß genug, damit die Aktie liquide gehandelt werden kann.

3 Externe Einflussfaktoren und Branchenspezifika

3.1 Metallpreise insb. Titan und Holz

Zur Produktion der Golfschläger wird neben dem früher häufig verwendeten Rohstoff Holz auch hochwertige Metalle wie Titan verwendet. Obwohl die Preise durch die Finanzmarktkrise 2007/08/09 deutlich heruntergekommen sind, zogen diese ab der langsamen Erholung im Frühjahr 2009 wieder an und befinden sich auf einem Niveau, welches keine Entlastung für die Bruttomarge des Unternehmens darstellen wird.

3.2 Kunden

Golf entwickelt sich über die letzten Jahre immer mehr zum Breitensport, der Großteil der Spieler, stammt allerdings weiterhin aus einer eher vermögenden Gesellschaftsschicht, wobei das Wachstum des Marktes ganz klar durch die neu hinzukommenden, jungen Spieler getrieben wird und diese sich eher im unteren bis mittleren Preissegment eindecken werden.

Der Großteil der Kunden von Callaway ist also ohne Zweifel in der vermögenden Schicht zu finden, welches eine gewisse Krisenresistenz sichert, was nicht bedeutet, dass das Unternehmen nicht von einer Krise wie der aktuellen betroffen wäre, jedoch fiel der Umsatzeinbruch (währungsbedingt) moderater aus, als man das in anderen Freizeitsportbranchen erlebt hat.

Mittelfristig darf man aber nicht vergessen, dass die weltweite Rezession deutliche Einschnitte im Vermögen und Konsum der Kunden hinterlassen hat und sich die Wiederbeschaffungszyklen deutlich ausdehnen werden. Auf der anderen Seite stellen die Schwellenländer, allen voran China, ein äußerst großes Potential für den Golfmarkt dar, wobei Callaway als wohl traditionsreichste Golfmarke der Welt einen gewissen Vorteil hat - bisher hat das Unternehmen in diesem Markt allerdings noch nicht sonderlich fuß gefasst.

3.3 Konkurrenz

Während Callaway Anfang der 90er in manchen Segmenten einen Marktanteil von mehr als 30 Prozent genoss und sehr hohe Margen erzielte, hat sich der Markt zum einen durch das Wiedererstarben der großen Mitbewerber TaylorMade und Acushnet, aber auch durch Neuaufkömmlinge wie NikeGolf und zahlreiche kleinere Produzenten von Golfschlägern, drastisch geändert.

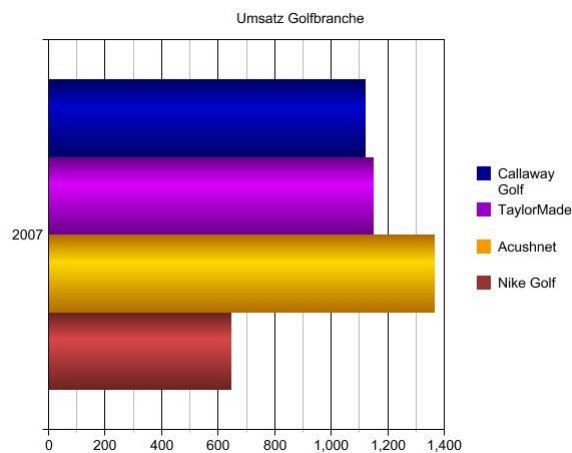


Abbildung 10: Konkurrenz

Die Grafik zeigt die größten Golfunternehmen mit ihrem jährlichen Umsatz. Auffällig ist, dass alle eine operative Marge zwischen 8 und 9 Prozent aufweisen, wobei Callaway hier durch weitere Restrukturierungsmaßnahmen das größte Potential aufweist. Auf der Umsatzseite rechne ich NikeGolf das größte Potential zu, da durch die geringeren Preise, den weit verbreiteten Markennamen und das weitläufige Distributionsnetz, sowie die Partnerschaft mit Tiger Woods vor allem bei jungen Golfern gut ankommen wird.

Zahlreiche Berichte wiesen allerdings auch drauf hin, dass viele der kleineren Golfunternehmen mit einem Umsatz unter 100 Mio. Dollar deutliche Probleme in der Krise haben und hier durchaus Potential für Marktanteils-gewinne ist.

4 Umsatz

Das Unternehmen hat eine sehr wechselhafte Geschichte, wodurch die langfristige Betrachtung des Umsatz gewisse Tücken aufweist, so stieg der Umsatz während der letzten 17 Jahren mit 13 Prozent pro Jahr, über die letzten 10 Jahre betrachtet allerdings nur mit 4,7 Prozent.

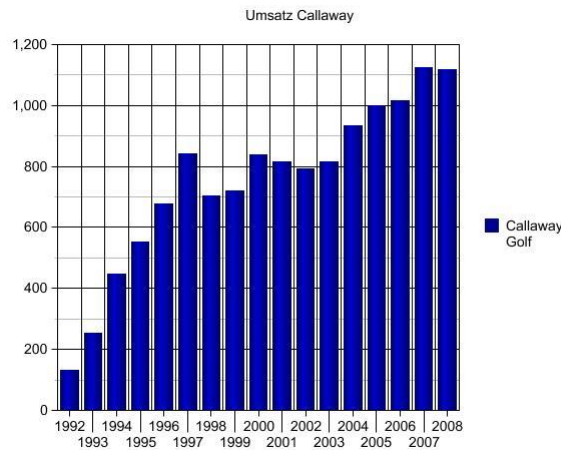


Abbildung 11: Umsatz seit 1992

Die Grafik zeigt die sehr starken Wachstumsraten der frühen Jahre, welche durch die revolutionären Produkte von Ely Callaway und die günstige Branchenlage verursacht wurden, zudem kamen Produktlaunches der Big Bertha und dem Zukauf der Odyssey Putter welche Umsatz und Margen jedes Jahr zweistellig trieben. Mit dem Rückzug des Gründers Ely Callaways aus dem Tagesgeschäft Ende der 90er Jahre und der einsetzenden Konsolidierung des Marktes durch den Eintritt vieler kleiner Unternehmen einige Jahre zuvor stagnierte der Umsatz bis zur Übernahme der insolventen TopFlite (mit Ben Hogan) im Jahr 2003. Seit 2005 ist mit George Fellows ein sehr produkt- und kostenorientierter CEO in der Führungsposition während das Unternehmen zuvor eher von passionierten Golfspielern geführt wurde.

Das Unternehmen erwirtschaftet seinen Umsatz in den Bereichen Golfschläger, Golfbälle und Equipment, die Umsatzaufteilung stellt sich wie folgt dar:

Auffällig ist vor allem die relativ unberechenbare Schwankung in den diversen Bereichen der Schläger, das aufblühende Golfballgeschäft und das stark wachsende Equipmentgeschäft, welches allerdings beides eher geringmarginige Geschäfte sind.

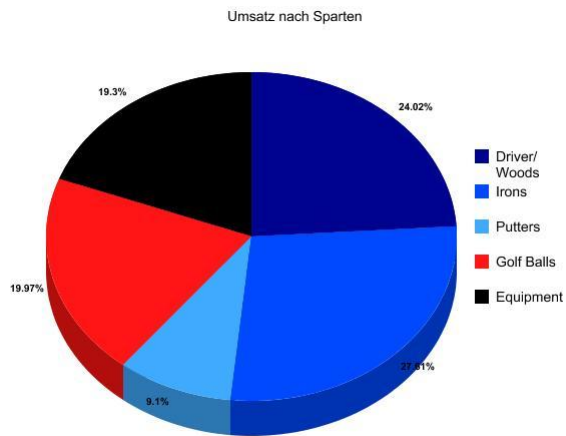


Abbildung 12: Umsatzaufteilung

Das Unternehmen generiert die Hälfte seiner Umsätze in den USA, daneben machen Japan, Europa und Asien einen wichtigen Anteil am Umsatz aus.

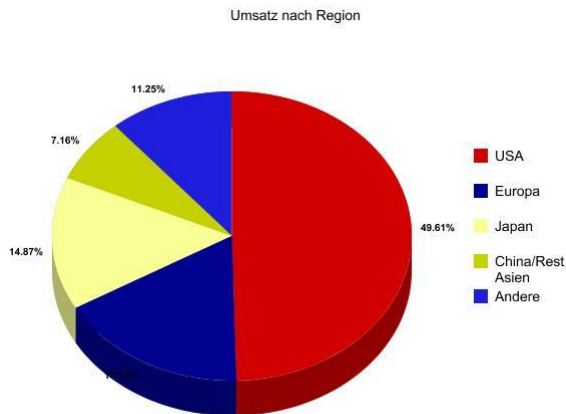


Abbildung 13: Regionale Umsatzaufteilung

4.1 Umsatz in den USA

Die USA stellen seit jeher die wichtigste Absatzregion des Unternehmens dar. Jedoch sinkt der Anteil der USA am Gesamtumsatz seit einigen Jahren kontinuierlich, was zum einen auf die Stärke der anderen Absatzländer, sowie zum anderen auf einen rückläufigen Umsatz in den USA zurückzuführen ist.

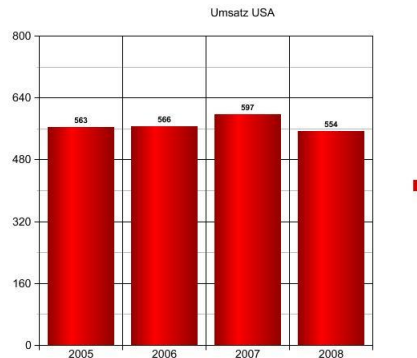


Abbildung 14: Umsatz USA

Der Privatekonsum wird in den USA in Folge der Krise weiterhin auf einem niedrigen Niveau bleiben. Die 2009 gestarteten Werbekampagnen und Preisnachlässe der großen Anbieter wird hier allerdings zu einem Verdrängungswettbewerb zulasten der kleinen Hersteller führen, wodurch die etablierten Golfartikelhersteller mit einem Umsatz jenseits der 500 Mio. Dollar Marktanteil gewinnen können, wobei die Rohertragsmargen nachgeben werden.

4.2 Umsatz in Asien

Der Umsatz in Asien stellt sich bisher uneinheitlich dar, während der Umsatz durch spezielle Produktlaunches und Restrukturierungen in Japan gut anlief und dank Währungseffekten sogar um 39 Prozent zulegte, nahm der Umsatz im restlichen Asien um 7 Prozent ab.

Weiterhin bietet dieser Markt neben Europa für Callaway die größten Wachstumsmöglichkeiten. Vor allem die Restrukturierungen im Japangeschäft sollten sich über die Zeit auszahlen, wobei die allgemeine Wirtschaft in Japan deutlich hinter Europa zurückbleiben wird, da hier das schon bestehende Schuldenproblem durch die Finanzkrise deutlich verschärft wurde, was sich auch auf die Realwirtschaft ausbreiten wird.

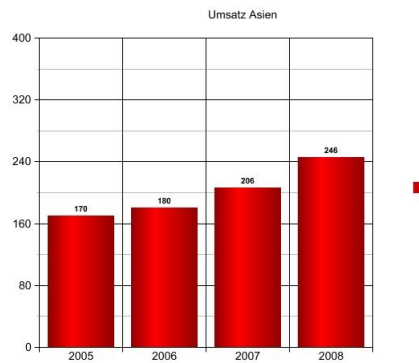


Abbildung 15: Umsatz Asien

4.3 Umsatz in Europa

Der Europäische Markt gilt wie der US-amerikanische als weitgehend gesättigt, bietet Callaway allerdings noch moderate Wachstumsaussichten, da der Konzern hier trotz eines vorhandenen guten Bekanntheitsgrades noch einen eher geringen Teil seines Umsatzes macht. Zudem könnte ein langfristig aufwertender Euro das Umsatzwachstum steigern.

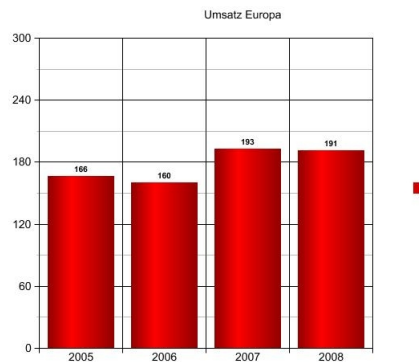


Abbildung 16: Umsatz Europa

Bisher entwickelte sich der Umsatz im europäischen Markt zufriedenstellend, jedoch waren die Zahlen durch den volatilen Dollar in den Jahren positiv wie negativ beeinflusst.

5 Jahresabschluss

5.1 GuV

Callaway Golf verzeichnete 1995 einen Eigenkapitalrendite von 44 Prozent bei einer Umsatzrendite von 17 Prozent, drei Jahre später macht das Unternehmen Verlust und konnte nichtmehr an die ehemaligen hohen Renditewerte anknüpfen. Der Markt hat sich seit Callaways Glanzzeiten stark geändert, neue Wettbewerber traten in den Markt ein, Produkte wurden kopiert und die Ausgaben für Marketing stiegen dramatisch an. Mit Sicherheit können die Margen von Anfang der 90er nichtmehr erreicht werden, doch das Produktportfolio von Callaway deutet an, dass das Unternehmen deutlich bessere Zahlen abliefern kann und CEO Fellows hat es bisher eindrucksvoll geschafft seinen Worten Taten folgen zu lassen. Seitdem Fellows Mitte 2004 bei Callaway anfang, stieg die Umsatzrendite von minus 1 Prozent auf 5,9 Prozent wobei der Umsatz gerade mal mit 3,5 Prozent p.a. zulegte. Das große Potential des Unternehmens liegt also nicht in den Umsatzsteigerungen, sondern in mehr Kosteneffizienz. Fellows restrukturierte hierzu 2005 erfolgreich den administrativen Bereich und versucht nun seit 2007 mit mehreren „Gross-Margin-Improvement“ und „Working-Capital-Reduction“ Programmen die Bruttomarge zu steigern. Auch diese Maßnahmen tragen schon Früchte und sollen bis 2012 weitere 50 Mio. an Bruttoertrag einbringen. Besonders die Restrukturierungen im defizitären Golfballsegment haben gewirkt, wodurch der Bereich seit Jahren wieder in die schwarzen Zahlen gelangte.

Im Folgenden wird auf die Entwicklung der letzten 3 Jahre eingegangen, da sich der Konzern durch die zahlreichen Restrukturierungsprogramme im Wandel befindet.

Der Umsatz konnte zwischen 2006 (1.017 Mrd. USD) und 2008 (1.117 Mrd. USD) nur moderat gesteigert werden, dagegen verbesserte sich die Bruttomarge von 39 Prozent in 2006 auf 44 Prozent im Jahr 2008 wobei durch den Umsatzrückgang dieses Jahr der hohe Fixkostenanteil die Bruttomarge wieder deutlich sinken lassen werden. Jedoch zeigen die Verbesserungsprogramme des CEO bereits Wirkung, wodurch die Auswirkungen des Nachfragerückgangs auf das Ergebnis gemildert werden konnten. Insbesondere durch die Schließung einer Golfballfabrik und die Umlagerung dieser zumeist automatisch arbeitenden Maschinen in eine bestehende Golfschlägerfabrik konnten Einsparungen erzielt werden, wobei allerdings das Ergebnis der letzten Jahre durch diese Umstrukturierung belastet wurde.

Bereits 2005 wurden mehrere Programme lanciert, welche den Verwaltungskosten senken sollten, inzwischen hat sich die SG&A Quote zwischen 25 und

26 Prozent des Umsatzes eingependelt, wobei in den nächsten Jahren durch Stellenstreichungen die dringend benötigte Profitabilität weiter verbessert wird.

Eine große Bedeutung kommt den Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen zu, da nur die stetige Weiterentwicklung der Produkte die Marktposition sichern kann. Da Callaway über ein eigenes Entwicklungszentrum mit entsprechenden Fachleuten verfügt, halten sich diese Kosten seit über zehn Jahren recht konstant bei 30 Mio. Dollar bzw. 3 Prozent des Umsatzes (2006-2008) konstant. Da Callaway bereits mit diesen Ausgaben das Produktportfolio jährlich deutlich erneuert und vorantreibt ist auch für die Zukunft mit einem Betrag von rund 30 Mio. Dollar zu rechnen.

Obwohl die „Cost of sales“ zum Großteil aus variablen Kosten bestehen, wird das Unternehmen nicht in der Lage sein, die Bruttomarge in Krisen wie diesen auf dem guten Niveau von 44 Prozent zu halten. Da diese Krise allerdings „nur“ ein temporäres Problem darstellen sollte und das Management konsequent die Kapazitäten angepasst hat, ist in den nächsten Jahren mit einer Rückkehr auf das Vorjahresniveau und darüberhinaus mit einer Verbesserung der Marge zu rechnen, wobei hier die Währungseinflüsse einen erheblichen Einfluss auf die Profitabilität haben, womit dieser unsicherheitsfaktor bleibt.

Da das Unternehmen keine finanziellen Schulden hat und in den letzten Jahren nur wenig Bankkredite benötigte, fiel das Finanzergebnis nur leicht negativ aus, wodurch das Ergebnis kaum belastet wurde. Da dieses Frühjahr der Bankkredit durch die Ausgabe von „Preferred Shares“ abgelöst wurde, fallen 2009 und 2010 keine Zinsaufwendungen an, wobei das Ergebnis durch die Zahlungen an die Halter der „Preferred Shares“ gemildert wird.

Durch die Auflösung einer Derivateposition entstand zudem ein außerordentlicher Ertrag in Höhe von 19,9 Mio. Dollar welcher allerdings auch Restrukturierungsaufwendungen in ähnlicher Höhe entgegenstanden.

Unterm Strich stand ein Gewinn in Höhe von 66,1 Mio. Dollar nach 54,5 und 23,2 Mio. in den Vorjahren. Durch den Rückkauf von Aktien verringerte sich die Anzahl der ausstehenden Aktien von 68,5 auf 63,7 Mio. wobei durch die Ausgabe der Vorzugsaktien die Anzahl der Aktien wieder auf 66 Mio. (bzw 83 Mio.*) erhöht wurde. Somit entstand ein Gewinn je Aktie von 1,04; 0,81 und 0,34 in den Jahren 2008, 2007 und 2006.

Der Grund, warum hier nur kurz auf die Entwicklung der Zahlen eingegangen wird liegt darin, dass das Unternehmen sicherlich nicht mit sehr guten Renditen oder anderen Kennzahlen aufwarten kann, vielmehr wird das Un-

ternehmen durch den neuen CEO und seine Maßnahmen interessant. Wie man an den Verbesserungen der Kennzahlen sieht (*Umsatzrendite von 2 auf 6 Prozent; Bruttomarge von 39 auf 44 Prozent; Eigenkapitalrendite von 2 auf 11 Prozent*) wirken die Programme des neuen Managements bisher sehr gut. Zu beachten ist auch, dass diese Erfolge nicht auf die gute konjunkturelle Lage zwischen 2005 und 2007 zurückzuführen ist, da sich der Umsatz im selben Zeitraum kaum bewegte, was auch ein Indikator dafür ist, dass die Golfbranche weitgehend gesättigt ist.

Für das nächste Jahr ist mit einem Verlust im Bereich von 10-15 Mio. Dollar zu rechnen, wobei hier wiederum zahlreiche Sondereffekte und (negative) Währungseinflüsse zu erwarten sind. Eine Besonderheit liegt dazu noch in der Saisonalität der Golfbranche, Callaway erwirtschaftet einen Großteil des Umsatzes und fast den ganzen Gewinn im ersten Halbjahr, sollte sich nun die Wirtschaft im zweiten Halbjahr 2009 wieder erholen, so würde sich dies erst 2010 beim Unternehmen bemerkbar machen.

5.2 Bilanz

Durch den saisonal bedingten Aufbau von Forderungen und Vorräten im ersten Halbjahr und den Anstieg der Cashreserven durch die Ausgabe von Vorzugsaktien im ersten Quartal hat sich die Bilanzsumme im ersten Halbjahr 2009 um 13 Prozent auf 968 Mio. USD erhöht, für das Endjahr ist mit einem Wert von 920 Mio. USD zu rechnen.

Die Eigenkapitalquote liegt mit 72,3 Prozent deutlich über den komfortablen Vorjahreswert von 67,8 Prozent. Der Anstieg ist vor allem auf die Ausgabe der Vorzugsaktien zurückzuführen, welche, zusammen mit dem Vorjahresgewinn von 66,1 Mio. USD, die Eigenkapitalbasis von 580 auf 700 Mio. USD erhöht haben.

Da zum Stichtag keine Finanzverbindlichkeiten bestanden und das Unternehmen auch in der Vergangenheit kaum Bankkredite verwendet hat, liegt das Gearing bei einem sehr guten Wert von -2,25 Prozent. Es bestehen also mehr Cashreserven als Verbindlichkeiten. Das Unternehmen ist also, wie auch der Cashflow zeigen wird, sehr gut finanziert. Es ist jedoch zu beachten, dass die sehr zyklische Golfbranche im ersten Halbjahr sehr viel Kapital zur Finanzierung des Working Capital benötigt und daher in dieser Zeit durchaus auf kurzfristige Bankkredite oder andere Finanzierungen zurückgegriffen wird.

Die Vorrats-, bzw Workingcapitalpolitik des Unternehmens hat sich seit 2005 deutlich verbessert, so wurde dieses Jahr ein Programm lanciert, welches ältere Modelle, die schwerer abzusetzen sind, für teilweise 1 USD anbietet, wenn man zugleich ein neues Modell bei Callaway kauft. Dies erzeugt zuerst einmal negative Effekte und drückt die Margen, sorgt aber langfristig für gesenkte Lagerhaltungskosten für Modelle, die nach einigen Jahren sowieso abgeschrieben hätten werden müssen.

Die Liquidität ersten Grades liegt mit 15,1 Prozent und 22,3 Prozent im Vorjahr weiterhin auf einem sehr guten Niveau, wobei eine Erhöhung bis in den mittleren 20er Bereich für das nächste Jahr aufgrund eines weiteren Working Capital Abbaus sehr wahrscheinlich ist. Die Liquidität zweiten Grades hat sich mit 92,0 Prozent gegenüber dem Vorjahr um 16 Prozentpunkte verschlechtert, liegt aber immernoch im Zielkorridor. Die wichtige Liquidität dritten Grades bewegt sich weiterhin auf die Zielmarke von 150 Prozent zu, nachdem sie 2007 bei 222 Prozent lag, nahm die Liq. 3. Grades nun auf 193 ab und wird wohl im nächsten Jahr durch den weiteren Vorratsabbau den Zielkorridor erreichen. Insgesamt ist das Unternehmen also sehr gut finanziert und flexibel.

Die Debitorenlaufzeit verschlechterte sich von 35,8 auf 38,6 Tage was bedeutet, dass die Rechnungen des Unternehmens langsamer bezahlt wurden und somit weniger Geld zu Verfügung stand. Die Kreditorenlaufzeit verschlechterte sich ebenfalls von 41,4 auf 40,3 Tage was anzeigt, dass Callaway die eigenen Rechnungen schneller bezahlte. Somit ist das optimale Verhältnis, das Forderungen schneller beglichen werden als selbst Rechnungen gezahlt werden, nur noch knapp gegeben. Dies führte dann auch dazu, dass das Unternehmen zur Finanzierung seiner Vorräte im Frühjahr Kapital von den Aktionären benötigte.

5.3 Cashflow

Während den zahlreichen Restrukturierungsprozessen ist ein Blick auf den Cashflow besonders interessant, da dieser die tatsächliche Leistung des Unternehmens anzeigt.

Der operative Cashflow schwankte die letzten Jahre deutlich zwischen 16,9 Mio. USD (2006), 151,9 Mio. USD (2007) und 41,7 Mio. USD im Jahr 2008, dabei sind diese Schwankungen hauptsächlich auf die Veränderungen im Working Capital zurückzuführen. Der bereingte und nachhaltige Cashflow steigerte sich 69,7 Mio. USD (2006) auf 104,9 Mio. USD (2007) und 104,8 Mio. USD im Jahr 2008.

Der Cashflow aus Investitionstätigkeit bewegte sich über die letzten 3 Jahre im Bereich von -25 bis -61 Mio. USD womit in jedem Jahr ein ansehnlicher Freecashflow gegeben war. Die Sachinvestitionsquote betrug 46,4; 31,3 und 48,6 Prozent zwischen 2006 und 2008.

Die Investitionen in Sachanlagen beliefen sich über die letzten Jahre zwischen 20 und 50 Mio. USD sodass in nahezu jedem Jahr ein Freecashflow gegeben war, was auch die seit Jahrzehnte hohe Eigenkapitalquote erklärt. Für das nächste Jahr ist mit Ausgaben in Höhe von 40 Mio. USD zu rechnen, wobei dies auf weitere Investitionen im Rahmen der Effizienzsteigerung zurückzuführen ist, langfristig ist mit steigenden Cashflows bei stagnierenden Investitionen in der Größenordnung von 35 Mio. USD zu rechnen, womit dem Unternehmen ein komfortabler freier Cashflow zur Verfügung steht, der wohl zum Großteil in Aktienrückkäufe gesteckt wird.

Die freien Cashflows wurden die letzten Jahre vor allem in Dividendenausüttungen (ca 18 Mio. USD p.a.) und Aktienrückkäufe (zwischen 25 und 114 Mio. USD) gesteckt. Negativ fällt dagegen die gleichzeitige Verwässerung durch Optionen auf, welche die Aktienrückkäufe relativieren.

In den nächsten Jahren wird vor allem der operative Cashflow durch Working Capital abbau verbessert werden, während der Jahresüberschuss konjunkturbedingt weiterhin hinter den Vorjahreszahlen bleiben wird.

6 Die Aktien und ihre Bewertung

Im folgenden werden die verschiedenen Bewertungsmaßstäbe der Aktie dargestellt und erläutert sowie die Berechnung des Fair Values dargelegt, da das Unternehmen in den letzten 10 Jahren eine sehr wechselhafte Performance aufweist, ist die genau Erläuterung der Bewertungen sehr wichtig und nicht ohne weiteres verständlich.

6.1 KGV

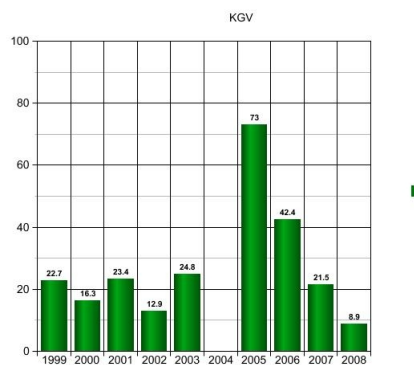


Abbildung 17: Kurs-Gewinn-Verhältnis Entwicklung

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis lag über die letzten Jahre bei einem durchschnittlichen Wert von ca. 20 wobei hier kein eindeutiger Wert bestimmt werden kann, da durch das Verlustjahr 2004 und die Umbaujahre 2005 und 2006 nur sehr geringe Gewinne verblieben welche zudem durch Sondereffekte belastet wurden. Durch die weiteren Restrukturierungen ist das KGV zur Bewertung ungeeignet, vielmehr geht es darum ob das Unternehmen wieder langfristig in die Gewinnzone kommt und wieder rentabel arbeitet (KBV) sowie die Umsatzrendite deutlich gesteigert werden können (KUV).

6.2 KBV

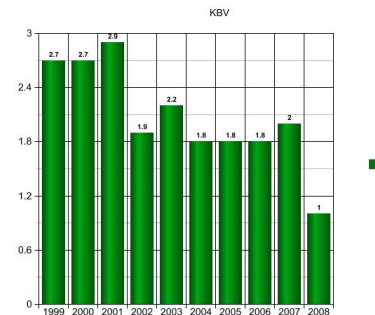


Abbildung 18: Kurs-Buchwert-Verhältnis Entwicklung

Abbildung 16 zeigt das KBV der letzten 10 Jahre. Dabei zeigt sich eine deutlich höhere Bewertung des Unternehmens in den frühen 2000er Jahren und ein Absinken des KBVs auf 1 bzw. inzwischen 0,6 per 1. Halbjahr 2009. Der Durchschnitt lag bei 2,1 womit das Unternehmen deutlich unter dem Mittel notiert. Da dieses Jahr nur von einem geringen Verlust und im nächsten Jahr von einem moderaten Gewinn auszugehen ist, wird der Buchwert des Unternehmens wohl stagnieren womit ein KBV unter 1 nicht gerechtfertigt ist.

Aufgrund der schwachen historischen Eigenkapitalrendite und den kurzfristig nur einstelligen zur erwartenden Renditen, drängt sich ein faires KBV oberhalb von 1,3 nicht auf. Sollten sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen verbessern sowie die Programme von George Fellows weiterhin greifen, ist mittelfristig aber mit deutlichen Verbesserungen zu rechnen.

6.3 KUV

Das durchschnittliche KUV der letzten 10 Jahre lag bei 1,12 wobei das aktuelle KUV bei 0,45 liegt. Damit befindet sich auch diese Kennzahl auf einem historisch niedrigem Niveau. Da Callaway kurzfristig weder besonderes Umsatz- noch Rentabilitätswachstum (Eigenkapitalrendite) vermuten lässt, ist die Umsatzrentabilität die interessanteste Kennzahl, da durch die erfolgreichen Restrukturierungen die bisher eher schwachen Margen in recht kurzer Zeit deutlich gesteigert werden können. Da das Unternehmen über die letzten 10 Jahre eher durchschnittlich geführt wurde, sich dies nun aber geändert hat und die Programme (vor der Krise) auch Wirkung zeigten, sehe ich das faire KUV bei 1,2 und damit oberhalb des historischen Durchschnitts.

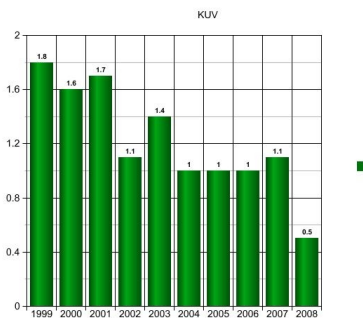


Abbildung 19: Kurs-Umsatz-Verhältnis Entwicklung

6.4 Fair Value

Für die Bewertung des Unternehmens bietet sich neben dem fairen KBV und KUV das ansonsten noch verwendete KGV aus den oben genannten Gründen nicht an. Daher wird hier auf die Abzinsung der „Owner Earnins“ zurückgegriffen, wobei eine sehr moderate Wachstumsrate zu Grunde gelegt wurde.

Mittels dieser Werte kommt man bei voller Verwässerung (83 Mio. Aktien) für das Jahr 2009 und 2010 auf folgende Werte:

Fair Value 2009: 8.42

Fair Value 2010: 11.16

Der Fair-Value Wert für das Jahr 2010 basiert dabei allerdings auf den Annahmen, dass sich die Wirtschaftskrise bis dahin deutlich entschärft hat und ist somit bis zu den Ergebnissen des Geschäftsjahres 09 mit Vorsicht zu genießen.

7 Ausblick

7.1 Umsatztrend 2009

Durch die weltweite Rezession büßte das Unternehmen in allen Märkten und Segmenten stark an Umsatz ein, durch eine Verschlechterung der Lage in Europa gewann zudem der US-Dollar an Wert wodurch das Unternehmen zudem mit negativen Währungseffekten konfrontiert wurde. Insgesamt nahm der Umsatz im ersten Halbjahr um 22 Prozent auf 574 Mio. USD ab, wobei sich der Abwärtstrend im zweiten Quartal gegenüber dem ersten verlangsamte. Durch den raschen Nachfragerückgang war das Unternehmen nicht im Stande, die Fixkosten adäquat zu senken, womit die Umsatzrendite nach 10,4 Prozent im Vorhalbjahr auf 2,2 Prozent im ersten Halbjahr zurückging.

Für das zweite Halbjahr ist mit einer weiteren Verbesserung des Umsatzrückgangs zu rechnen, womit unterm Strich ein Umsatzrückgang von 18 Prozent ergeben sollte. Zwar hat das Management mit der Anpassung der Kapazitäten begonnen und weitere (unabhängig von der Krise getätigte) Produktionsstätten zusammengelegt und optimiert, jedoch werden diese Maßnahmen nicht früh genug wirken um einen Verlust in diesem Geschäftsjahr zu verhindern. Wichtig dabei ist auch, dass das Unternehmen aufgrund der Saisonalität im zweiten Halbjahr nur einen Bruchteil des Umsatzes und kaum Gewinn erwirtschaftet und somit mehr oder weniger von den Gewinnen des ersten Halbjahres zehrt, welche dieses Jahr krisenbedingt niedrig waren. Die folgende Grafik verdeutlicht die Saisonalität des Unternehmens.

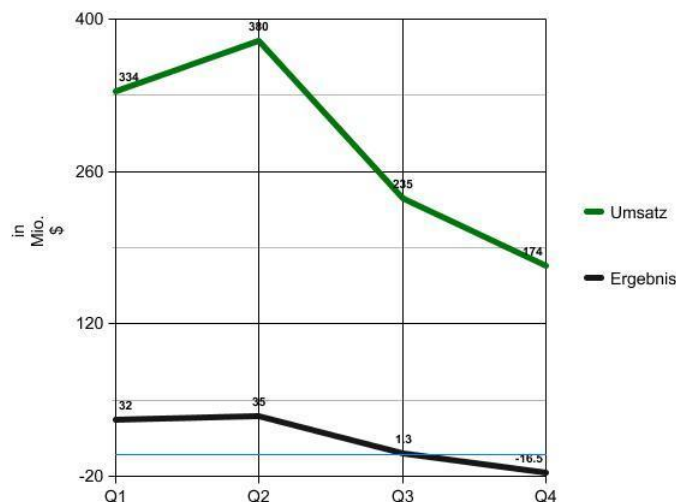


Abbildung 20: Saisonalität des Unternehmens im Jahr 2006

Da das Unternehmen bisher erfahrungsgemäß eine Bruttomarge von 40 Prozent benötigt um profitabel zu sein, reichten die Umsätze des 4. Quartals bisher nicht aus um die Fixkosten ausreichend zu decken, wodurch das Unternehmen in die Verlustzone geriet, die Betrachtung der letzten Geschäftsjahre zeigt allerdings auch, dass diese Profitabilitätsgrenze durch die „Gross-Margin-Improvement“ Programme deutlich verschoben wurde, wodurch das Unternehmen in den folgenden Jahren weniger schnell in die Verlustzone rutschen sollte. Da dies das interessanteste Merkmal des Unternehmens für die nächsten Jahre ist, wird im Abschnitt „Ausblick 2010“ genauer darauf eingegangen.

Durch die erwähnten Auswirkungen der weltweiten Krise, Währungen und fixen Kosten erwarte ich, dass das Unternehmen 2009 nach Restrukturierungskosten nicht profitabel abschließen kann.

Eine vorsichtige Schätzung der Zahlen für das Geschäftsjahr 2010 werden in folgendem Teil genauer aufgeführt.

7.2 Prognose

(MIO. DOLLAR)	2010E
Umsatzerlöse	963,4
Umsatzkosten	569,8
Rohertrag	392,5
Vertriebsaufwand	238,8
Verwaltungsaufwand	75,0
F&E-Aufwand	29,0
Operatives Ergebnis (EBIT)	50,8
Zinsergebnis	1,5
Ergebnis vor Steuern	52,3
Steuern	19,4
Vorzugsdividende	2,1
Jahresüberschuss	30,9
Ergebnis je Aktie (unverw.)	46,2 Cent
Ergebnis je Aktie (verwäs.)	37,2 Cent

7.3 Ausblick 2010 und Fazit

Im Gegensatz zu anderen Unternehmensanalysen, liegt bei Callaway Golf der Fokus nicht auf der Entwicklung der letzten 10 Jahre, sondern eher auf den Zukunftsaussichten, welche gepaart mit der günstigen Bewertung der Aktie viel Phantasie aufkommen lässt.

Der Golfmarkt ansich bietet auf der Umsatzseite in den westlichen Ländern kaum Phantasie, während Asien und Südamerika sicherlich noch für ein entsprechendes Marktwachstum sorgen können, da der Markt für qualitativ ansprechende Golfschläger mit den wenigen Anbietern differenzierbarer Produkte alle Eigenschaften eines Oligopols erfüllt, sind bei einem entsprechenden Kostenmanagement hohe Renditen jedoch möglich. Genau diesen Punkt hat das Management nach jahrelangem Stillstand aufgenommen und zuerst 2005 mit Restrukturierungen im administrativen Bereich sowie ab 2007 auch im Produktionsbereich umgesetzt. Ein Blick auf die Zahlen beweist die Fortschritte, welche CEO George Fellows seit 2005 bereits erreicht hat:

Besonders wichtig war die Restrukturierung des Golfballsegments, welches 2003 noch einen Verlust von über 30 Mio. USD auswies:

EBT Golfbälle (in Mio. USD):

2005:-3,6 \$

2006:-6,3 \$

2007: 0,9 \$

2008: 6,9 \$

Besonders imposant ist diese Entwicklung, da die Umsätze im gleichen Zeitraum nur moderat zulegen, daher fiel die Entwicklung der vorsteuer Rendite entsprechend gut aus:

Vorsteuerrendite Golfbälle:

2005:-1,6 %

2006:-2,9 %

2007: 0,4 %

2008: 3,1 %

Es ist natürlich klar, dass in Golfballsegment aufgrund der Austauschbarkeit der Produkte sowie der Vorherrschaft von Acushnet nur eine begrenzte Rendite erzielt werden kann. Eine Vorsteuerrendite von 5-6 Prozent sollte jedoch bei einem entsprechendem wirtschaftlichen Umfeld und weiter fortgeführten Verbesserungen möglich sein.

Das Kernsegment „Golfschläger“ arbeitete dagegen über die letzten Jahre rentabel und bedarf nur weniger Restrukturierungen, hier steht der Fokus eher in der Weiterentwicklung und Forschung für die jedes Jahr knapp 30 Mio. USD aufgewendet werden. Mit einem Marktanteil von 23 Prozent ist Callaway hier sehr stark vertreten und deckt vor allem die höheren Preissegmente ab.

EBT Golfschläger:

2005: 68,3 \$
2006: 101,8 \$
2007: 151,7 \$
2008: 134,0 \$

Neben dieser sehr erfolgreichen Gewinnentwicklung, konnten auch die Renditen in diesem Segment gesteigert werden, die hohen Werte von zeitweise 16 Prozent lassen vermuten, welches Potential hier bei weiter verbessertem Kosten- und Marketingmanagement möglich sind.

Vorsteuerrendite Golfschläger:

2005: 8,6 %
2006: 12,5 %
2007: 16,5 %
2008: 14,9 %

Aus den positiven Verläufen der einzelnen Segmente und den unverändert niedrigen Zinsaufwendungen, resultiert die ebenfalls sehr gute Entwicklung der Umsatzrendite *nach* Steuern:

Umsatzrendite:

2005: 1,32 %
2006: 2,28 %
2007: 4,84 %
2008: 5,91 %

Das von den Aktionären eingesetzte Kapital sollte entsprechend verzinst werden, die letzten Jahre war dies sicherlich nicht der Fall, wobei die Eigenkapitalrendite durch das sehr geringe Leveraging gemildert wurde, dies beweist meiner Meinung nach die gute Entscheidung des Managements, finanzielle Stabilität vor Rendite zu stellen, gerade in der Krise wird sich dies bewähren. Langfristig ist selbst bei einer Eigenkapitalquote von 70 Prozent eine Eigenkapitalrendite von 20 Prozent nicht unmöglich.

Eigenkapitalrendite:

2005: 2,22 %

2006: 4,03 %

2007: 9,60 %

2008: 11,40 %

Durch den stetigen Rückkauf von Aktien über die letzten Jahre und die Steigerung des Gewinns stieg der Gewinn je Aktie überproportional, wobei durch die Ausgabe der Vorzugsaktien dieses Jahr die Verwässerung die Anzahl der Aktien wieder auf das Niveau von 2006 zurückgeworfen hat.

Gewinn je Aktie:

2005: 0,19 \$

2006: 0,34 \$

2007: 0,82 \$

2008: 1,04 \$

7.4 Fazit

Wie die Analyse zeigt, besitzt das Unternehmen neben wertvollen Assets und starken Marken auch eine sehr gute Marktstellung und einen tatkräftigen CEO, welcher das Unternehmen in den letzten Jahren erfolgreich begonnen hat zu restrukturieren, allerdings auch noch einen langen Weg vor sich hat. George Fellows (CEO) übernahm ein Unternehmen, welches von Golfen geführt wurde, fokusierte Konsument und Produkt neu und senkte die Kosten im Verwaltungs- (2005) und Produktionsbereich (ab 2007) drastisch, die weltweite Rezession hat und wird diese Bemühungen kurzfristig stören, jedoch ist es sehr wahrscheinlich, dass Callaway bei Wiederaufleben der globalen Wirtschaft die Margen weiter ausbauen und profitabel wachsen kann.

Die Profitabilität wird im nächsten Jahr noch stark von den Währungsänderungen geprägt sein, welche vom jetzigen Standpunkt positiv für das Unternehmen ausfallen werden, zudem bringt das Einsparungsprogramm schon jetzt 7 Mio. USD pro Quartal ein und wird bis 2012 zwischen 40 und

60 Mio. USD einsparen. Das Umsatz und Marketing Umfeld in den Jahren 2010 und darüberhinaus ist bisher kaum seriös abschätzbar, daher ist ein genauer Fahrplan nicht erstellbar, jedoch hat das Management die Kapazitäten auf die neue wirtschaftliche Lage angepasst und wird im nächsten Jahr aller Vorraussicht nach profitbel arbeiten.

Durch die Kapitalerhöhung in Form einer Ausgabe von wandelbaren Vorzugsaktien, welche das Ergebnis 2009 um 9 Cent je Aktie schmälern werden, kommen potentielle 19.9 Mio. Aktien, zu den bereits ausstehenden 66 Mio. Aktien hinzu. Der positive Trend der letzten Jahre wurde damit bei der Anzahl der Aktien unterbrochen.

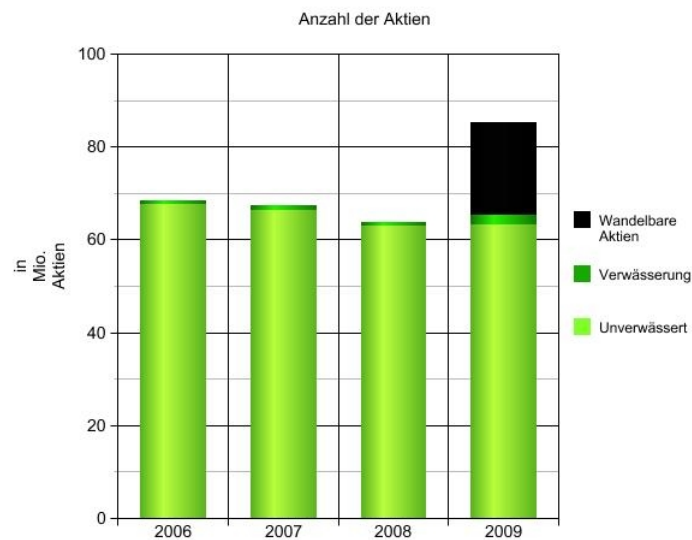


Abbildung 21: Anzahl der Aktien seit 2006

Die 19.9 Mio. neuen Aktien wurden noch nicht gewandelt, womit zur Zeit noch 66 Mio. Aktien ausstehen. Sollte der Kurs während 20 von 30 Tagen oberhalb von 10.53 \$ notieren, hat das Unternehmen das Recht die Vorzüge zu callen und umwandeln zu lassen, dies würde die teuren (7,5 Prozent) Dividendenzahlungen ersparen.

Zwar stellt diese Kapitalerhöhung das Unternehmen deutlich besser, doch wertet es die Aktie im gleichen Maße ab, womit die Aktie zur Zeit nicht als besonders günstig einzustufen ist. Die Ausgabe der neuen Aktien bzw. das Wandelrecht erfolgte zu einem sehr ungünstigen Zeitpunkt, indem das Unternehmen mit unterbewerteten Aktien bezahlte, was sehr negativ zu sehen ist. Da Aufgrund der aktuellen Marktrally aber ein deutlicher Rücksetzter nicht unwarscheinlich ist, sollte man die Aktie im Auge behalten.

Zusammenfassend kann man sagen, dass das Unternehmen in den letzten Jahren sehr positive Veränderungen erlebt hat, diese wurden durch die Wirtschaftskrise bis auf weiteres zurückgeworfen, jedoch steht einer weiteren Verbesserung bei Anziehen der weltweiten Wirtschaft nichts im Wege. Durch die, für das Unternehmen sehr teure Kapitalerhöhung, hat verspricht die Aktie leider deutlich weniger Potential als das Unternehmen an sich, deshalb sollte man hier auf Rücksetzter in den Bereich von 6 Dollar warten um eine angemessene Sicherheitsmarge zu erzielen.

Autor: Stairway