

# Outerwall (US:OUTR) Short-Idee

## These:

Outerwall (US:OUTR) ist der größte stationäre Film- und Spielverleih in den USA. Zudem unterhält das Unternehmen die Geschäftsbereiche *Coinstar* (Münzwechsellautomaten) und *New Venture* (Automaten zum Smartphone-Recycling), die einerseits hoher Konkurrenz durch Banken/Kreditkartenfirmen und Telekommunikationsunternehmen ausgesetzt sind. Andererseits steckt der *New Venture* noch in der Anlaufphase (ist derzeit EBITDA-negativ) und es ist ungewiss, ob dieser Bereich aufgrund des zweifelhaften Geschäftsmodells jemals einen nachhaltigen Ertrag beisteuern kann. Das Hauptsegment Film- und Videoverleih (*Redbox*) des 26 Jahre alten U.S.-Unternehmens mit Sitz in Bellevue, Washington, befindet sich im strukturellen Wandel und wird zunehmend durch Video-Streaming Konkurrenten abgelöst werden. Diese Gefahr wird jedoch von den Retail-Investoren unterschätzt, da Outerwall aufgrund der Insolvenz eines direkten Konkurrenten in 2010 sowohl Marktanteile als auch Umsätze im Hauptsegment Film- und Videoverleih entgegen des negativen Marktwachstums steigern konnte. Zudem kaufte das Unternehmen aggressiv eigene Aktien zurück, seitdem ein aktivistischer Investor eine bessere Ausschüttungspolitik erzwungen hat. Seit 2014 schlug sich jedoch der strukturelle Wandel erstmals in den Zahlen nieder und konnte weder durch deutliche Preiserhöhungen noch durch den Praktiker/Hornbach-Effekt kompensiert werden. Aus unserer Sicht wird die zunehmende Beliebtheit von Streaming-Anbietern, wie Netflix oder Amazon Prime, die konvergierenden Preise des stationäre Verleihs und des Online-Streamings und der Wegfall des Praktiker/Hornbach-Effekts das Geschäftsmodell signifikant unter Druck setzen. Wir erwarten einen deutlichen Umsatz- und überproportionalen EBIT- Rückgang aufgrund negativer Skaleneffekte, woraus in den nächsten 2-3 Jahren eine Reduzierung des Aktienpreises von ca. 40% resultieren wird.

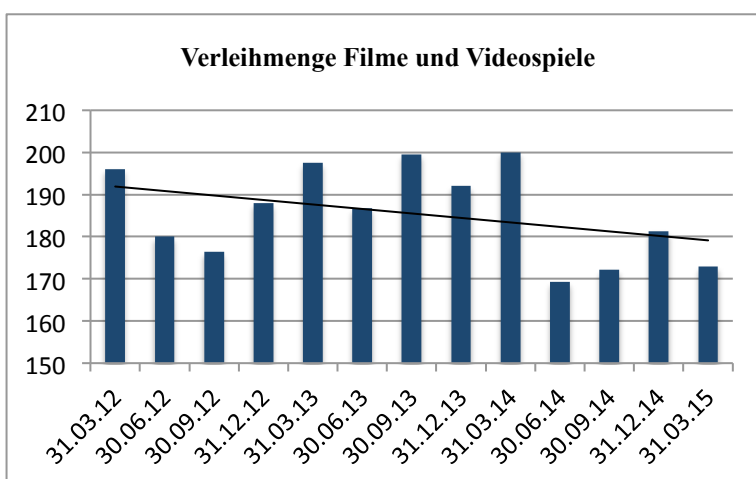
|                                |                 |
|--------------------------------|-----------------|
| <b>Aktueller Kurs</b>          | <b>\$ 82,09</b> |
| Aktienzahl (Mio.)              | 18,29           |
| Marktkapitalisierung (Mio.)    | 1.501           |
| ./. Kasse auf US-Konten (Mio.) | -198            |
| + Bankverschuldung (Mio.)      | 887             |
| <b>Enterprise Value (Mio.)</b> | <b>\$ 2.190</b> |

| Mio. EUR                     | FY 2014     | 2017E       |             |             |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                              | Actual      | Downside    | Base        | Upside      |
| Umsatz                       | 2.303       | 1.849       | 1.951       | 2.113       |
| EBIT                         | 248         | 169         | 200         | 251         |
| EBIT-Marge                   | 10,8%       | 9,1%        | 10,3%       | 11,9%       |
| <b>Gesamtrendite 12/2017</b> |             | <b>62%</b>  | <b>36%</b>  | <b>-5%</b>  |
| <b>EV/EBIT</b>               | <b>8,1x</b> | <b>4,0x</b> | <b>5,0x</b> | <b>6,0x</b> |

## Wesentliche Ergebnisse:

### 1) Struktureller Rückgang des DVD-

**Verleihs:** Etwa 82% des Umsatzes in 2014 wurden durch das Segment Film- und Spielverleih erzielt. Davon entsprach der DVD-Verleih etwa 76% des Segmentumsatzes. In 2014 war mit -6,8% ein deutlicher Mengenrückgang bei den DVDs zu erkennen, der auch durch eine signifikante Preiserhöhung von 25% in Q4/2014 nicht kompensiert werden konnte. Das Hauptverkaufargument von Redbox, als es 2002 gegründet wurde, war, dass es den Konsumenten das Ausleihen von Filmen und Spielen erleichtern wollte, indem sie es mit ihrem normalen Wocheneinkauf z.B. bei Walmart verbinden konnten. Vergleicht man dieses Versprechen mit den heutigen Marktgegebenheiten, so haben Streaming-Anbieter dieses Platz bei den Konsumenten eingenommen. Aus unserer Sicht wird sich durch diese hohe Beliebtheit von Streaming-Dienstleistern und die Preiskonvergenz zwischen stationären Verleih und Online-Streaming Anbietern, bei denen zudem ein Preiswettbewerb untereinander vergleichbar zu anderen Onlineangeboten wie Musikdownloads wahrscheinlich erscheint, den Mengenrückgang des Film-Verleihs bei Outerwall beschleunigen. Das verdeutlicht



## Outerwall (US:OUTR) Short-Idee

chen insbesondere die eindrucksvollen Wachstumsraten von den Abbonnentenzahlen bei Netflix. Der daraus resultierende Umsatzeinbruch wird weder durch das zweite profitable Segment „Coinstar“, noch durch das defizitäre Start-up Segment „New Ventures“, Geldautomaten für gebrauchte Handys, ausgeglichen werden können.

**2) Drohende Goodwill-Abschreibungen können zur Überschuldung und wesentlich schlechteren Finanzierungsbedingungen führen:** Outerwall hat aktuell Goodwill in Höhe von \$574 Mio. bilanziert. Demgegenüber steht ein Eigenkapital von \$97 Mio. Ein hoher Goodwill per se muss nichts schlechtes bedeuten, solange die Werte, die darunter bilanziert sind, werthaltig sind. Dazu muss ein amerikanisches Unternehmen jährlich einen sog. Impairment-Test durchführen, der den aktuellen fairen Wert und den bilanzierten Wert der einzelnen Vermögensgegenstände vergleicht. Wenn festgestellt wird, dass der aktuelle faire Wert

unter dem bilanzierten Wert liegt, ist das Unternehmen gezwungen, den Goodwill sofort auf diesen fairen Wert abzuschreiben. Bei Outerwall gliedert sich der Goodwill folgendermaßen auf. Etwa \$154 Mio. entfallen auf das Segment Redbox. Hier steigerte sich der Goodwill

| Goodwill      | 2010       | 2011       | 2012       | 2013       | 2014       |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Redbox        | 111        | 111        | 154        | 154        | 154        |
| Coinstar      | 156        | 156        | 156        | 156        | 156        |
| New Ventures  | 0          | 0          | 0          | 264        | 264        |
| <b>Gesamt</b> | <b>267</b> | <b>267</b> | <b>310</b> | <b>574</b> | <b>574</b> |

in 2012 aufgrund von Zukäufen von Kiosken direkter Konkurrenten. \$156 Mio. entfallen in 2014 auf das Segment Coinstar. Der Hauptteil des Goodwills mit \$264 Mio. ist jedoch dem Segment New Ventures zuzuordnen. Der Goodwill entstand als Outerwall in 2013 77% des damaligen Joint Venture EcoATM vollständig erwarb. Wie bereits erwähnt, handelt es sich bei diesem Bereich jedoch um ein bislang defizitäres Geschäftsmodell, das u.E. auch nur geringe Differenzierungsmerkmale aufweist, da Handys zu besseren Konditionen anderweitig veräußert werden können, als diese in einen Straßenautomaten zu werfen. Man denke nur an Ebay. Aus diesem Grund sind wir sehr skeptisch bezüglich der Werthaltigkeit dieses Goodwills. Insgesamt kann man festhalten, dass eine Impairment-Abschreibung von 17% ausreicht, um das bilanzielle Eigenkapital vollständig aufzufressen. Daraus wiederum könnten Finanzierungsrisiken erwachsen, da die Bankverschuldung auch in diesem Fall mit Financial Covenants ausgestattet ist und beim Bruch dieser ein sofortiges Kündigungsrecht seitens der Banken besteht.

**3) Management- und Mitarbeiterkrise:** Outerwall war stets als solides und arbeitnehmerfreundliches Unternehmen eingestuft. Nachdem jedoch das Management den strukturellen Rückgang ihres wichtigsten Geschäftsbereichs realisiert hat, wurde begonnen die operativen Kosten an die wesentlich schlechtere Ertragslage in der Zukunft anzupassen. So wurden beispielsweise alle Verleihautomaten in Kanada geschlossen und der Hauptsitz um die Hälfte reduziert. So notwendig derartige Kostensenkungsprogramme sind, kann man mittlerweile dennoch ein Kippen der Mitarbeiterzustimmung feststellen. Manche Mitarbeiter fragen sich daher nur noch, wann ihnen gekündigt wird, oder sprechen über die guten alten Zeiten. Diese Grundstimmung kann am Ende ein Unternehmen paralysieren und ist eine äußerst schlechte Voraussetzung neue Geschäftsfelder als Ausgleich zu erschließen. Darüber hinaus ist der CEO Scott di Valerio im Januar 2015 von seinem Amt zurückgetreten. Daraufhin wurde die Aufsichtsrätin Nora Denzel als neuer Interim-CEO berufen. Mittlerweile sind über 4 Monate vergangen und es konnte immer noch kein neuer CEO benannt werden. Das wirft für uns die Frage auf „Warum nicht?“. Der nächste personelle Schock kam mit der Veröffentlichung der letzten Quartalszahlen im Mai. Neben auf den ersten Blick sehr guten Geschäftsergebnissen wurde verkündet, dass die Leiterin des Bereichs *New Venture* Maria Stipp Ende Mai ihren Posten aufgeben wird und eine CEO-Position in einem anderen Unternehmen einnimmt. Das wirkt auf den ersten Blick nicht ungewöhnlich. Berücksichtigt man aber, dass sie erst im Februar 2015 in diese Position berufen wurde, bekommt das Ganze einen anderen Charakter. Für uns zeigt sich aktuell folgendes Bild:

Lately too much turmoil in strategy and direction  
 redbox is a rapidly dying business and there is an ongoing cycle of budget cutting and layoffs to make up for the shrinking DVD rental industry. Everyone is on pins and needles wondering who will be in the next layoff round.

„The ride is over...time to get off“  
 Squeezing cash to return to shareholders...little investment in innovation  
 The entrepreneurs are gone...The Redbox heyday is over...no pipeline

Outerwall befindet sich aus personeller Sicht in einem großen Wandel, da einerseits Schlüsselpersonen das Unternehmen verlassen und bislang nicht adäquat ersetzt werden konnten und andererseits ein Großteil der Belegschaft den Glauben an eine positive Zukunft des aktuellen Geschäftsmodells verloren hat.

## Outerwall (US:OUTR) Short-Idee

4) **Refinanzierung 2014: Von den „Schlau“ zu den „Dummen“?**: In den vergangenen Jahren wurde damit begonnen aggressiv eigene Aktien zurückzukaufen. Dies erfolgte nicht nur aus freien liquiden Mitteln sondern wurde auch durch Aufnahme von Krediten finanziert. Dazu wurden zwei Anleihen mit Laufzeiten bis 2019 bzw. 2021 begeben. Außerdem wurde durch Begebung der zweiten Anleihe ein Teil der Bankenfinanzierung zurückgeführt. Insgesamt hat sich dadurch das Engagement der Banken in 2014 reduziert. Für uns wirft dieses Vorgehen eine zentrale Frage auf: *Wieso wird das Aktienrückkaufprogramm nicht durch den bestehenden Bankenkreis finanziert?* Aus unserer Erfahrung im Kreditgeschäft wissen wir, dass in der aktuellen Marktsituation, die durch einen Überfluss an Liquidität geprägt ist, Banken äußerst stark um gute Kundenbeziehungen kämpfen und versuchen ihr Zinsergebnis zumindest konstant zu halten. Unter diesen Voraussetzungen untermauert die Refinanzierung über Anleihen (die natürlich von Banken für eine „geringe“ Gebühr begeben werden) unsere Short-These, da der bestehende Finanziererkreis wohl aus Risikogründen nicht bereit war das Aktienrückkaufprogramm zu begleiten.

| Dollars in thousands   | December 31, |            | Change      |          |
|--|--------------|------------|-------------|----------|
|  | 2014         | 2013       | \$          | %        |
| Senior unsecured notes <sup>(1)</sup>                                  | \$ 650,000   | \$ 350,000 | \$ 300,000  | 85.7 %   |
| Term loans <sup>(1)</sup>  | 146,250      | 344,375    | (198,125)   | (57.5)%  |
| Revolving line of credit   | 160,000      | —          | 160,000     | NM*      |
| Convertible debt <sup>(1)</sup>  | —            | 51,148     | (51,148)    | (100.0)% |
| Capital leases   | 15,391       | 21,361     | (5,970)     | (27.9)%  |
| Total principal value of outstanding debt including capital leases     | 971,641      | 766,884    | 204,757     | 26.7 %   |
| Less domestic cash and cash equivalents held in financial institutions | (66,546)     | (199,027)  | 132,481     | (66.6)%  |
| Net debt   | 905,095      | 567,857    | 337,238     | 59.4 %   |
| LTM Core adjusted EBITDA from continuing operations                    | \$ 480,497   | \$ 491,652 | \$ (11,155) | (2.3)%   |
| Net leverage ratio   | 1.88         | 1.15       |             |          |

5) **Outerwall: Das „Aktionär-freundliche“ Unternehmen von nebenan?**: Outerwall hat sich in den letzten Jahren dazu verpflichtet 80-100% des Free Cash flow an die Aktionäre auszuschütten. Dies wurde hauptsächlich durch ein großes Aktienrückkaufprogramm realisiert. Seit Anfang 2015 wird zudem eine Quartalsdividende von \$0,3 pro Quartal gezahlt, was einem Gesamtvolumen von \$22 Mio. pro Jahr entspricht. Für Aktionäre wirkte insb. der Aktienrückkauf in den letzten Jahren als Wundermittel. Sieht man sich nämlich die Outerwall-Zahlen pro Aktie an, so kannten diese nur eine Richtung und zwar gen Norden. Doch ist ein Aktienrückkaufprogramm immer eine sinnvolle Sache für Aktionäre unabhängig davon, ob ein Unternehmen in Zukunft florieren wird oder sich in Richtung Bedeutungslosigkeit entwickeln wird? Sehen wir uns dazu ein einfaches Beispiel an: Ein Unternehmen erwirtschaftet \$100 FCF p.a. für die nächsten fünf Jahre und anschließend keinen einzigen Dollar mehr. Das Unternehmen hat drei Möglichkeiten das Geld einzusetzen. Erstens kann das Geld für Zukunftsinvestitionen verwendet werden. Zweitens kann es das Geld in Form einer Dividende von jährlich \$100 an die Aktionäre ausschütten. Drittens könnte es das Geld über Aktienrückkäufe an die Aktionäre zurückgeben. Konzentrieren wir uns auf die beiden letzten Optionen. Wenn der FCF als Dividende ausgeschüttet wird, erhält jeder Aktionär Geld korrespondierend zu seinem prozentualen Unternehmensanteil für die nächsten fünf Jahre. Anschließend wird das Unternehmen liquidiert. Wenn die Ausschüttung jedoch als Aktienrückkauf erfolgt, bewegen sich die Aktionäre in unterschiedliche Richtungen. Einige der Aktionäre werden ihre Aktien dem Unternehmen andienen, sodass der Rückkauf überhaupt stattfinden kann. Die übrigen Aktionäre bleiben an Bord und werden in Zukunft einen größeren Anteil am Unternehmen haben. Am Ende sollten beide Möglichkeiten jedoch zu dem selben Ergebnis führen, da der FCF der gleiche ist. Doch nun kommt die Gretchenfrage: Was passiert, wenn man sich bei der Höhe des FCF verrechnet hat und dieser über die fünf Jahre nur \$400 beträgt und das erst im Jahr 5 auffällt? Bei Dividenden ist es einfach. Alle Aktionäre erhalten insg.\$100 weniger. Doch bei Aktienrückkäufen sieht die Welt anders aus. Die Aktionäre, die bereits bis zum Jahr 5 verkauft haben, erhalten denselben Betrag wie im Ausgangsfall. Lediglich die Aktionäre, die noch im Jahr 5 am Unternehmen beteiligt sind, gehen leer aus. Folglich sehen wir Aktienrückkäufe in Unternehmen im strukturelle Rückgang als äußerst unfair an und behaupten, dass mit jedem Tag das Risiko steigt, dass am Schluss doch nicht der Cash flow übrig ist, den Aktionäre heute für die Zukunft prognostizieren.

6) **Liquidationswert als letzter Rettungsring?**: Nachdem wir nun herausgefunden haben, dass sich Outerwall sowohl auf der Produkt- als auch auf der Mitarbeiterenebene in einem strukturellen und negativen Wandlungsprozess befindet, spätestens in 2014 den Sättigungspunkt überschritten hat und die Refinanzierung mittlerweile nicht mehr ausschließlich durch „schlaue“ Banken erfolgt, stellt sich noch die Frage, ob

## Outerwall (US:OUTR) Short-Idee

der Liquidationswert von Outerwall ein Long-Investment rechtfertigt. Dazu müssen wir uns näher mit der Bilanz beschäftigen. Zunächst ist festzuhalten, dass die Aktivseite hauptsächlich durch Goodwill und immaterielle Vermögensgegenstände geprägt ist. Diese machen zum 31.03.2015 \$621 Mio. aus und damit rd. 42% der Bilanzsumme. In einer Liquidation wären diese Positionen für einen Aktionär wertlos. Als nächsten kommt das Sachanlagevermögen mit \$386 Mio. (26% der BS). Die Automaten sind aufgrund ihres Verwendungszweckes sehr spezialisiert gestaltet. Dadurch müssten sie aufwendig umgestaltet werden, bevor sie für einen anderen Einsatz zu gebrauchen wären. Aus diesem Grund bliebe in einer Liquidation nur die Möglichkeit die Automaten zu verschrotten und dies würde nur sehr wenig Geld einbringen. Aus diesem Grund kann man das SAV als weitestgehend wertlos einschätzen. Bleibt noch das Umlaufvermögen. Hier stehen \$198 Mio. als Kasse, \$37 Mio. Forderungen \$173 Mio. Filmvorratsvermögen und \$43 Mio. Vorauszahlungen zu Buche. Selbst in der aggressiven Annahme, dass diese Vermögenswerte zu 100% bewertet sind, reichen sie nicht aus um die externe Verschuldung von rd. 887 Mio. zu decken. Somit wäre Outerwall im Augenblick der Liquidation insolvent.

7) **Risiken:** a) Ein Short-Investment in Outerwall ist nicht ohne Risiken. Als Hauptrisiko ist dabei der extrem hohe Short-Float von 52% zu nennen. Um bei dem durchschnittlichen Handelsvolumen diesen Short-Float zu schließen, bedarf es ca. 19 Tage. Daraus entsteht natürlich ein gewaltiges Short-Squeeze Potenzial. Aus unserer Sicht erscheint es aber dennoch tragbar, da eine Übernahme durch einen Investor aufgrund des schwachen Geschäftsmodells, der bereits initiierten Kostensenkungsmaßnahmen und der ausgelutschten Bilanz unwahrscheinlich erscheint; b) Außerdem hat das Unternehmen weiterhin die Möglichkeit bis zu \$400 Mio. eigene Aktien zurückzukaufen. Dazu stehen ihr einerseits Kassenguthaben von ca. \$66 Mio. zur Verfügung. Lt. Bilanz verfügt das Unternehmen zwar über eine Kassenposition von \$243 Mio., doch berücksichtigt man, dass das Bankenkonsortium für die Covenant-Berechnung lediglich die \$66 Mio. einbezieht, zeigt sich, dass die tatsächlich verfügbaren Mittel begrenzt sind. Auch eine Aufnahme weiterer Kredite ist kaum möglich, da ansonsten ein Rating Downgrade auf Junk-Niveau droht, was wiederum die Finanzierungskosten signifikant erhöhen sollte.

### 8) Bewertung:

| in USD                        | Downside Case | Base Case    | Upside Case  |
|-------------------------------|---------------|--------------|--------------|
| Enterprise Value (Mio.)       | 676           | 1.002        | 1.504        |
| ./. Kasse (Mio.)              | -768          | -817         | -925         |
| + Bankverschuldung (Mio.)     | 851           | 851          | 851          |
| = Marktkapitalisierung (Mio.) | 593           | 968          | 1.578        |
| ÷ Aktienzahl (Mio.)           | 18,3          | 18,3         | 18,3         |
| <b>Kurs 2017</b>              | <b>32,39</b>  | <b>52,92</b> | <b>86,24</b> |
| Potenzial                     | 62%           | 36%          | -5%          |

Unser **Base Case Szenario** ist i.W. getrieben durch einen Mengenrückgang im Film- und Videospieleverleih von -10% p.a, der unterhalb des Mengenrückgangs in Q1 2015 von -13,5% liegt. Außerdem unterstellen wir, dass sich der durchschnittliche Verleihpreis auf \$3 einpendeln wird, da weitere Preissteigerungen zwangsläufig zu einer gesteigerten Mengenreduktion führen werden. Für die beiden anderen Bereiche nehmen wir konstante Ergebnisse wie in 2014 an. Dies ist aus unserer Sicht ein konservatives Vorgehen, da im Bereich *Coinstar* ebenfalls ein gesteigerter Wettbewerb zu verzeichnen ist, der sich bereits in einen Mengenrückgang in diesem Segment niederschlägt. New Venture sehen wir, wie oben beschrieben, als schwaches Geschäftsmodell an und glauben nicht, dass es einen substanziellen Beitrag in der Zukunft leisten kann. Weitere konservative Annahmen sind die leicht steigende Rohertragsmarge auf 31% (entspr. dem 5-Jahres-Durchschnitt), Fixkostensenkungen von -3% p.a. und damit eine konstante EBIT-Marge von 10,3%. Einen fairen EBIT-Multiple sehen wir für 2017 bei 5,0x. Die Ratio hinter dieser Annahme ist folgende: Ende 2014 hat der Markt für Outerwall einen EBIT-Multiple von 8,1x als fair erachtet. Bei der hohen Cash-Conversion des Unternehmens von 90%-100% EBIT zu FCF, signalisiert der Markt, dass Outerwall noch rd. 8 Jahre ein EBIT von \$248 Mio. erreichen kann. Wir verwenden diese Zeitspanne und ziehen folgerichtig 3,0x EBIT ab, da wir uns bei unserem Zielkurs in 2017 befinden. Somit basiert unser fairer Wert von \$52,92 darauf, dass wir die aktuell vorhandenen Mengenreduktionen im Redbox-Bereich von -

## Outerwall (US:OUTR) Short-Idee

13,5% mit -10% p.a. in die Zukunft fortschreiben, die variable Kostenquote stabil lassen, die Kostenreduktionen im Fixkostenbereich mit -3% ebenfalls aus der Historie weiterführen und das EBIT für 2015-2017 zu 100% als Cash in den Kassenbestand fließt.

Im für unsere Short-Idee negativen *Upside Case* unterstellen wir dagegen, dass sich der Mengenrückgang im Redbox-Bereich wieder auf -7% abschwächt, vergleichbar zu den letzten Jahren. Ferner unterstellen wir die gleichen Annahmen für Rohertragsmarge, Fixkostenreduktion und Cash-Conversion. Als EBIT-Multiple stehen wir Outerwall aufgrund der positiven Geschäftsentwicklung einen Wert von 6,0x zu.

Im *Downside Case* schreiben wir den Mengenrückgang im Film- und Spieleverleih mit -13,5% fort, so wie er seit der Preiserhöhung in Q4 2014 zu verzeichnen ist. Die restlichen Parameter lassen wir ebenfalls konstant und unterstellen einen EBIT-Multiple von 4,0x für 2017.

Eine andere Bewertungsmethode ist folgendes zu hinterfragen: Outerwall wird aktuell mit rd. \$2 Mrd. bewertet und wirft einen FCF von \$258 Mio. (LTM 03/2015) ab. Schafft das Unternehmen diesen FCF für weitere 8 Jahre bis 2023 zu erzielen? Wie wir in dieser Ausarbeitung festgestellt haben, muss man dahinter ein großes Fragezeichen machen!

9) **Fazit:** Outerwall ist ein Unternehmen im strukturellen Rückgang in Kombination mit einer internen Personalkrise. Es bestehen signifikante Risiken hins. der zukünftigen Ertragskraft und der Bilanz (drohende Goodwill-Abschreibungen; Covenantbrüche). Dennoch wird das Unternehmen aktuell mit einem EBIT-Multiple von 7,8x sehr positiv vom Markt bewertet. Aus unserer Sicht bietet sich dadurch eine interessante Short-Möglichkeit, insb. da die „Ausschüttung“ über Aktienrückkäufe die Haltedauer der Position wesentlich günstiger macht, als eine deutlich höhere Dividendenzahlung.