

# Aktienanalyse

## **AT&T Inc.** **ISIN US00206R1023**

Erstellt am 13.09.2018, 18:00 Uhr,  
von Thomas Senf, Betriebswirt



# Urheberrechte

Die Analyse ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

© Thomas Senf 2018



[FINANZSENF.DE](https://www.finanzenf.de)

# Haftungsausschluss

- **Die Aktienanalyse stellt keine Anlageberatung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren im Sinne von § 85 WpHG dar. Es wird keine Anlageentscheidung zu einem Finanzinstrument vorgeschlagen.**
- Es gelten ergänzend die weiteren finanzsenf.de-Bestimmungen zu [Haftungsausschluss](#) und [Datenschutz](#).
- Die Analyse wurde von mir allein mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Alle wesentlichen Quellen werden angegeben und von mir als zuverlässig erachtet. Die Analyse stellt meine persönliche Einschätzung dar.
- Eine Garantie, Gewährleistung oder Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Analyse und der zur Verfügung gestellten Inhalte und Informationen kann zu keiner Zeit übernommen werden.
- Die Analyse und die selbst ermittelten Kennzahlen basieren in der Regel auf Informationen aus den Jahresabschlüssen des Unternehmens (Bilanzanalyse) und/ oder auf Daten von morningstar.com. Die Daten können im Einzelfall fehlerhaft sein.
- Es wird mit Werten und Zahlen aus der Vergangenheit gearbeitet. Werte und Entwicklungen der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Entwicklungen und können daher als Grundlage einer Anlageentscheidung nicht geeignet sein.
- Stellen Sie vor dem Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers stets eigene Recherchen und Überlegungen an.
- Sollten Sie sich die Analyse zu eigen machen, so handeln Sie eigenverantwortlich auf eigenes Risiko.
- Bitte beachten Sie, dass Wertpapiere grundsätzlich mit Risiko verbunden sind und im Wert schwanken können. Ein Totalverlust des eingesetzten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Die Dividende eines Unternehmens ist nicht garantiert, kann gekürzt oder ganz gestrichen werden.
- Die Analyse ersetzt nicht eine fachliche Beratung durch einen qualifizierten und zugelassenen Fachmann und richtet sich ausschließlich an Privatanleger mit Wohnsitz in der Bundesrepublik Deutschland.
- Eine Haftung, gleich aus welchem Rechtsgrund, wird nicht übernommen. Soweit es rechtlich möglich ist, sind Schadensersatzansprüche ausgeschlossen.
- Die Verwendung geschützter Markennamen, Handelsnamen, Gebrauchsmuster und Markenlogos stellt keine Urheberrechtsverletzung dar, sondern dient als illustrativer Hinweis. Auch wenn diese an den jeweiligen Stellen nicht als solche gekennzeichnet sind, gelten die entsprechenden gesetzlichen Bestimmungen. Die verwendeten Markennamen und logos sind Eigentum der Hersteller und unterliegen deren Copyright Bestimmungen. Informationen hierzu entnehmen Sie bitte den Hinweisen der Hersteller auf deren Webseiten



# Inhaltsverzeichnis

## [Hinweise zur Analyse](#)

[Unternehmen-  
profil](#)

[Branche und  
Konkurrenz](#)

[Management](#)

[Anteilseigner](#)

[Geschäftsmodell](#)

[Vermögen und  
Finanzen](#)

[Dividende](#)

[Wachstums-  
analyse](#)

[Prognose und  
Ausblick](#)

[Chancen und  
Risiken](#)

[Bewertung](#)

[Fazit](#)

[Urheberrechte](#)

[Haftungsausschluß](#)

[Offenlegung von Interessenkonflikten](#)

[Abkürzungsverzeichnis](#)

[Quellen](#)



FINANZSEN.F.DE

# Hinweise zur Analyse

- Die Aktienanalyse basiert auf den Prinzipien der Fundamentalanalyse und des Value Investing und richtet sich an langfristig orientierte Privatanleger in Deutschland.
- Alle Kennzahlen sind, sofern nichts anderes angegeben ist, selbst berechnet und um Ausreißer bereinigt.
- Basis der Kennzahlen sind die Jahresgeschäftsberichte des Unternehmens und Daten von morningstar.com. Quartalsberichte fließen in die Berechnung der TTM ein.
- Alle historischen Kennzahlen werden auf Basis des historischen Jahresdurchschnittskurses berechnet.
- Für die Berechnung der Wachstumsraten von Umsatz, Gewinn und Dividende wird das geometrische Mittel verwendet.
- Es werden grundsätzlich vorsichtige und konservative Annahmen bei Schätzungen getroffen („Margin of Safety“).
- Der Fair Value (faire Wert) einer Aktie wird auf Basis unterschiedlicher Bewertungsverfahren geschätzt. Eine aktuelle Übersicht und Erläuterung der verwendeten Bewertungsverfahren kann [hier](#) eingesehen werden.



# Unternehmensprofil

<b>Website</b>	<a href="https://www.att.com/">https://www.att.com/</a>
<b>Firmensitz</b>	Dallas, Texas (USA)
<b>Gründung</b>	03.03.1885
<b>Sektor</b>	Kommunikation
<b>Branche</b>	Telekommunikation/ Unterhaltung
<b>Marktkapitalisierung</b>	USD 243 Mrd.
<b>Mitarbeiter</b>	273.210 (30.06.18)
<b>Geschäftsjahresende</b>	31.12.
<b>Analysewährung</b>	USD



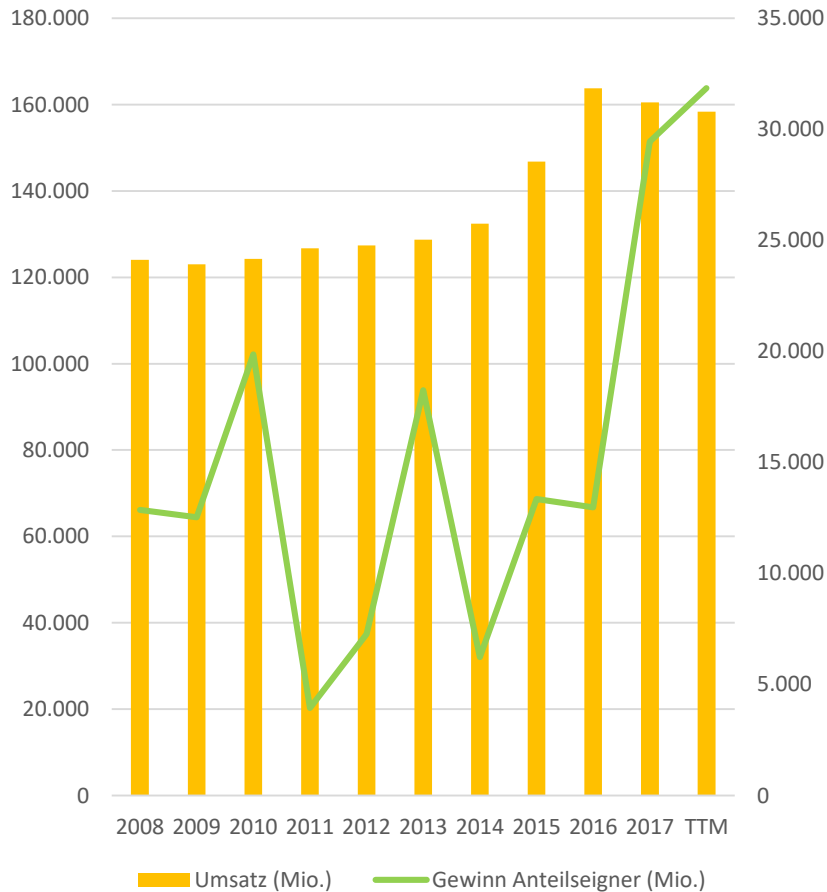
# Unternehmensprofil

- **AT&T Inc.** (früher: **American Telephone and Telegraph Company**) ist ein nordamerikanischer Telekommunikationskonzern und gilt als das **größte globale Unternehmen seiner Branche**.
- Das Unternehmen bietet Telefon-, Daten- und Videokommunikation sowie Fernsehdienste, Mobilfunk- und Internetdienstleistungen für Unternehmen, Regierungsorganisationen und Privatkunden an.
- AT&T ist nach Verizon Wireless der **zweitgrößte Mobilfunkbetreiber der USA** und bedient mehr als 100 Millionen Abonnenten, darunter rund 65 Millionen Postpaid-Telefonkunden.
- Mit der Akquisition von **DirectTV** im Jahr 2015 wurden 20 Millionen Satellitenfernsehkunden aus den USA und eine Präsenz in Lateinamerika hinzugewonnen. Im Jahr 2015 hat AT&T zudem zwei mexikanische Unternehmen erworben, die grenzüberschreitende Anrufe ermöglichen.
- AT&T vollzog im Juni 2018 die Übernahme von **Time Warner Inc.** und ist seitdem ein vertikal integrierter Schöpfer und Vertreiber von Inhalten.
- AT&T möchte als erstes US-Unternehmen zum Ende des Jahres 2018 den neuen High-Speed-Mobilfunkstandard **5G** in den ersten US-Städten einführen.



# Unternehmensprofil

## Umsatz- und Gewinnentwicklung



## Geschäftsjahr 2017

<b>Umsatz</b>	USD 160,5 Mrd.
<b>Nettogewinn</b>	USD 29,5 Mrd. (USD 9,1 Mrd.)
<b>Eigenkapitalrendite</b>	22,3% (7,5%)
<b>Gesamtkapitalrendite</b>	8,4% (3,7%)
<b>Eigenkapitalquote*</b>	10,5% (4,5%)
<b>Dividende je Aktie p.a.</b>	USD 1,97
<b>• zahlweise</b>	vierteljährlich
<b>• Ausschüttungsquote</b>	41% (133%)

\* Substanzquote (ohne Goodwill)

(!) AT&T konnte durch die **US-Steuerreform** im Jahr 2017 einen **einmaligen Steuerertrag in Höhe von USD 20,2 Mrd.** verbuchen! Die Werte in Klammern stellen das Ergebnis ohne US-Steuerreform dar.





# Branche und Konkurrenz

## Telekommunikation- und Unterhaltungsindustrie USA

- AT&T ist sowohl in der US-Telekommunikationsindustrie als auch in der US-Unterhaltungsindustrie (mit dem Erwerb von Time Warner Inc.) aktiv.
- Beide Bereiche sind kapitalintensiv sowie von einem starken Verdrängungswettbewerb und hohem Preisdruck gekennzeichnet.
- AT&T bietet im Wesentlichen Breitband-Internet, Mobilfunk und Pay-TV an. Diese drei Teilbranchen sollen im folgenden näher betrachtet werden.

**Pay-TV**

**Mobilfunk**

**Internet**



**FINANZSEN.F.DE**

# Branche und Konkurrenz

## Fernseh- und Unterhaltungsindustrie USA

Pay-TV

- Die USA gelten als das Mutterland des Fernsehens mit einer ausgeprägten Fernsehkultur.
- AT&T dominiert den US-Markt für Pay-TV und steht u.a. im Wettbewerb mit den folgenden Unternehmen:
  - **Comcast Corporation** (größter Anbieter gemessen an Abonnentenzahl)
  - **Charter Spectrum**
  - **Dish Networks**
- Die Zahl der US-Haushalte mit Pay-TV sinkt seit dem Jahr 2011 langsam aber kontinuierlich. Ursache dürfte hier u.a. der weltweite Trend einer steigenden Internetnutzung sein.
- Insbesondere jüngere US-Amerikaner unter 35 Jahren schauen deutlich weniger TV, als US-Amerikaner über 65 Jahre, die fast den ganzen Tag den Fernseher eingeschaltet haben.



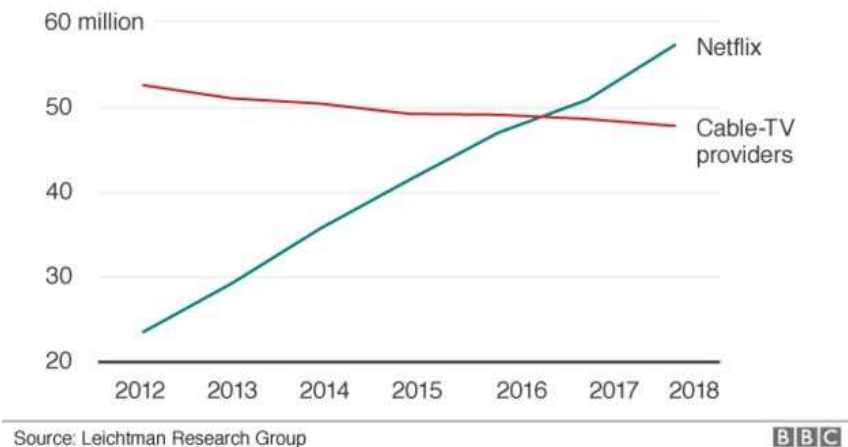
# Branche und Konkurrenz

## Fernseh- und Unterhaltungsindustrie USA

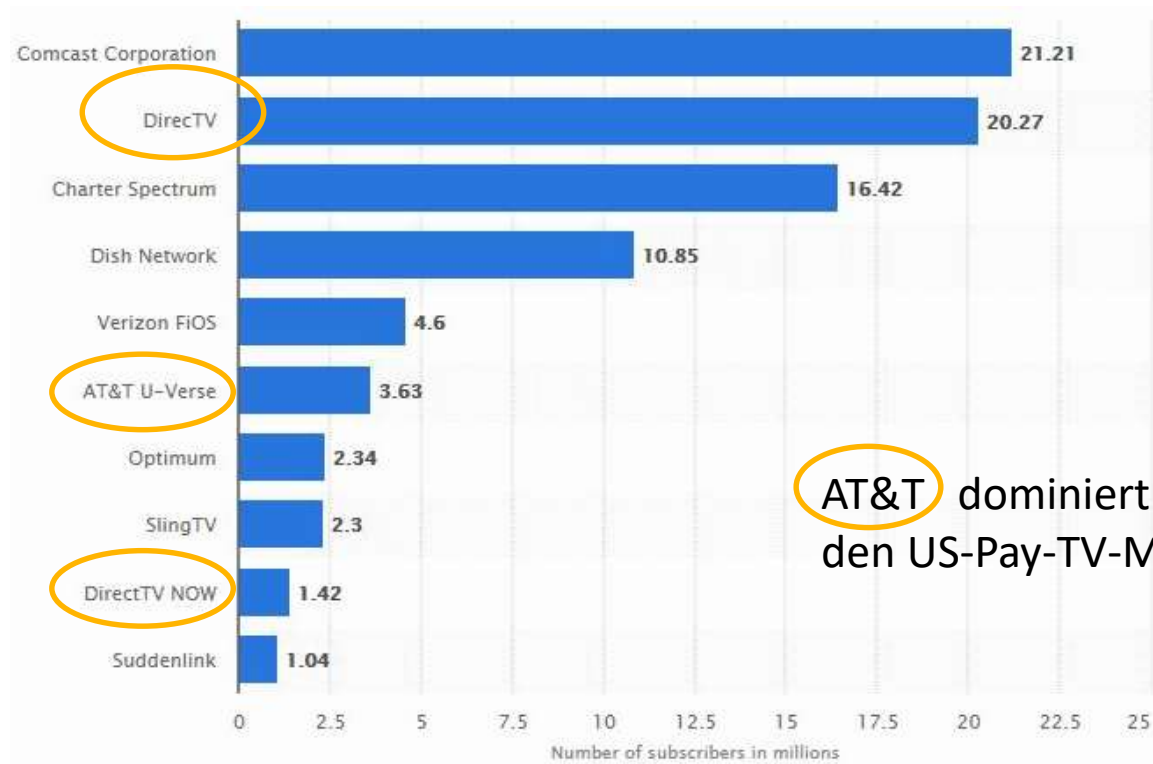
Pay-TV

- Der hohe **Wettbewerbsdruck** auf die traditionellen Anbieter von linearem Kabelfernsehen (pay-TV) wird im Wesentlichen durch die **disruptiven und internetbasierten Geschäftsmodelle von Netflix, Amazon (Prime Video) und Alphabet (YouTube)** erzeugt.
- Diese Geschäftsmodelle machen sich die vorhandene Infrastruktur des Internets zu Nutze um Ihre Inhalte zu verbreiten, ohne dass sie selbst in den Erhalt und Ausbau der Netze investieren.

**Netflix beats all US pay-TV providers**  
Number of subscribers in the US



# Branche und Konkurrenz



Pay-TV

AT&T dominiert den US-Pay-TV-Markt

Abonnenten der Pay-TV-Anbieter in den USA in Millionen (Stand: März 2018)

Quelle: Statistia.com

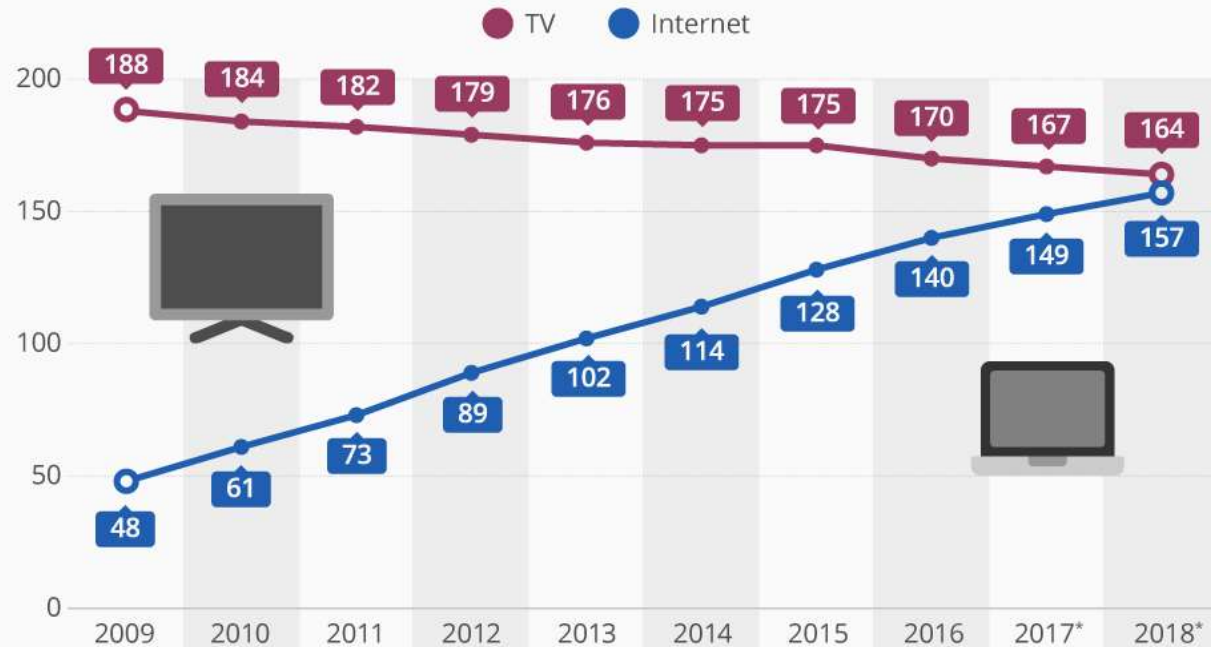


# Branche und Konkurrenz

Pay-TV

## Das Netz schließt auf

Durchschnittliche TV- und Internet-Nutzung pro Kopf weltweit (in Min.)



\* Schätzung  
@Statista\_com Quelle: Recode, Zenith

statista

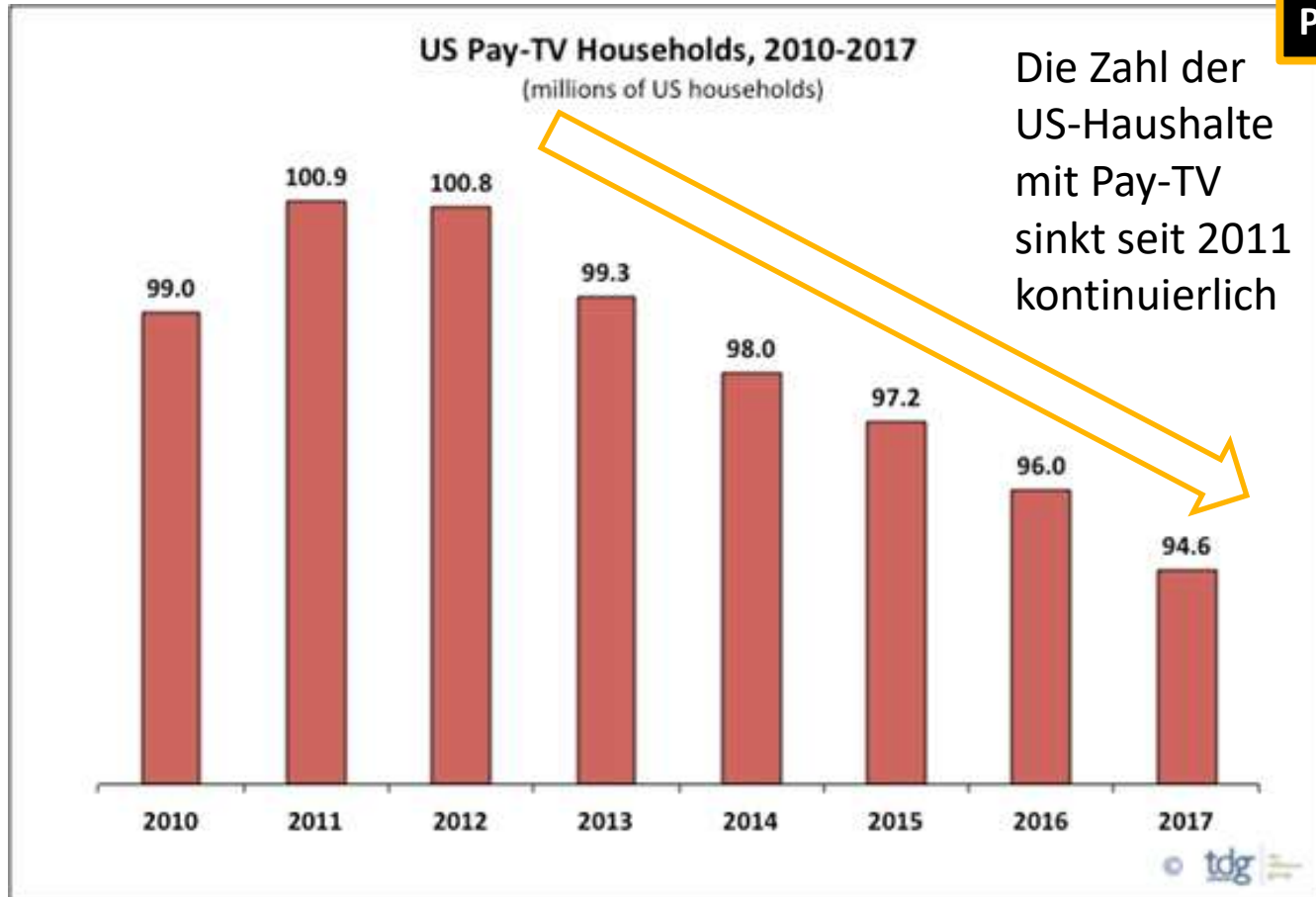
Quelle: <https://de.statista.com/infografik/9750/tv-und-internet-nutzung-pro-kopf-weltweit/>



FINANZSEN.F.DE

# Branche und Konkurrenz

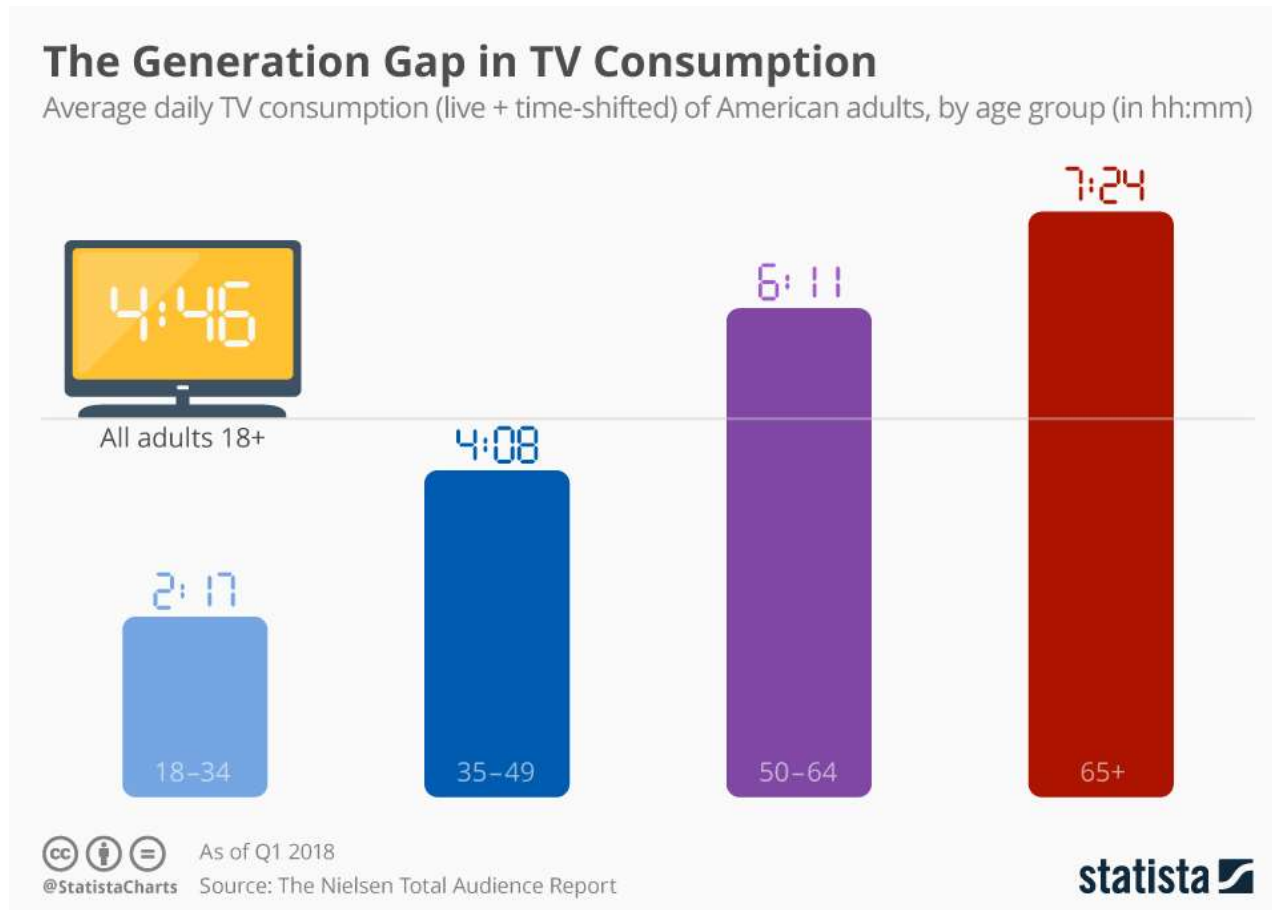
Pay-TV



Quelle: <http://scienceman.com/blog/?p=60>



# Branche und Konkurrenz



**Pay-TV**

Je älter, desto länger schaut der US-Amerikaner Fernsehen.

Quelle: <https://www.statista.com/chart/15224/daily-tv-consumption-by-us-adults/>



# Branche und Konkurrenz

## Fernseh- und Unterhaltungsindustrie USA

- Alle **US-Kabelfernsehbetreiber** sind aufgrund der wachsenden Bedeutung von Netflix, Amazon Prime Video, Hulu, YouTube & Co. **in Bedrängnis**.
- Das traditionelle Fernsehen droht langsam auszusterben.
- Es läuft daher eine **Konsolidierungs- und Übernahmewelle** in der Branche unter dem Motto „**Go big or go home**“:
  - Comcast lieferte sich einen harten Bieterwettstreit mit Disney um 21st Century Fox, den Disney letztlich für sich entscheiden konnte.
  - Comcast versucht nun den britischen Pay-TV-Sender Sky zu erwerben.
  - AT&T hat sich trotz Widerstand der US-Regierung durchgesetzt und TimeWarner übernommen.





# Branche und Konkurrenz

## Telekommunikationsindustrie USA

### Mobilfunk

- Die Telekommunikationsindustrie ist im Allgemeinen **sehr kapitalintensiv**. Der Ausbau und der Unterhalt von Kommunikationsnetzen erfordert einen hohen und stetigen Kapitaleinsatz. AT&T investiert aktuell hohe Summen in den Aufbau des neuen Mobilfunkstandards 5G sowie in den weiteren Ausbau des Glasfasernetzes (Internet).
- Das kapitalintensive Geschäft hat aufgrund eines **intensiven Verdrängungswettbewerbs** dazu geführt, dass nur die größten Anbieter langfristig überleben können.
- Der Mobilfunkmarkt in den USA wird im Wesentlichen von diesen vier großen Anbietern beherrscht:
  - **Verizon Wireless**
  - **AT&T**
  - **T-Mobile US**
  - **Sprint**
- **AT&T** ist nach Verizon Wireless der **zweitgrößte Mobilfunkanbieter in den USA** gemessen an der Anzahl der Nutzer.



# Branche und Konkurrenz

Mobilfunk

Top US Wireless Carrier Metrics Q4 2017 (ranking by subscribers, retail + wholesale)

		Subscribers (millions)	Net Adds (millions)	Postpaid Smartphone Net Adds (mil)	Blended Churn (Avg Monthly)
1	<b>Verizon Wireless</b>	150.457	1.590	0.647	1.23%
2	<b>AT&amp;T</b>	141.567	2.741	0.597	1.38%
3	<b>T-Mobile</b>	72.585	1.854	0.829	2.29%
4	<b>Sprint</b>	53.619	0.375	0.173	2.42%
5	<b>U.S. Cellular</b>	5.096	0.007	0.033	1.66%
6	<b>C Spire*</b>	n/a			
7	<b>Shentel</b>	0.962	0.010	0.015	2.68%

Source: Strategy Analytics, based on carrier reports



FINANZSEN.F.DE

# Branche und Konkurrenz

## Total wireless subscribers

Mobilfunk

Verizon Wireless 150.5M

AT&T 141.6M

T-Mobile & Sprint 126.2M

*Includes all device connections on network, including retail and wholesale subscriptions as of Q4 2017*

Source: Strategy Analytics

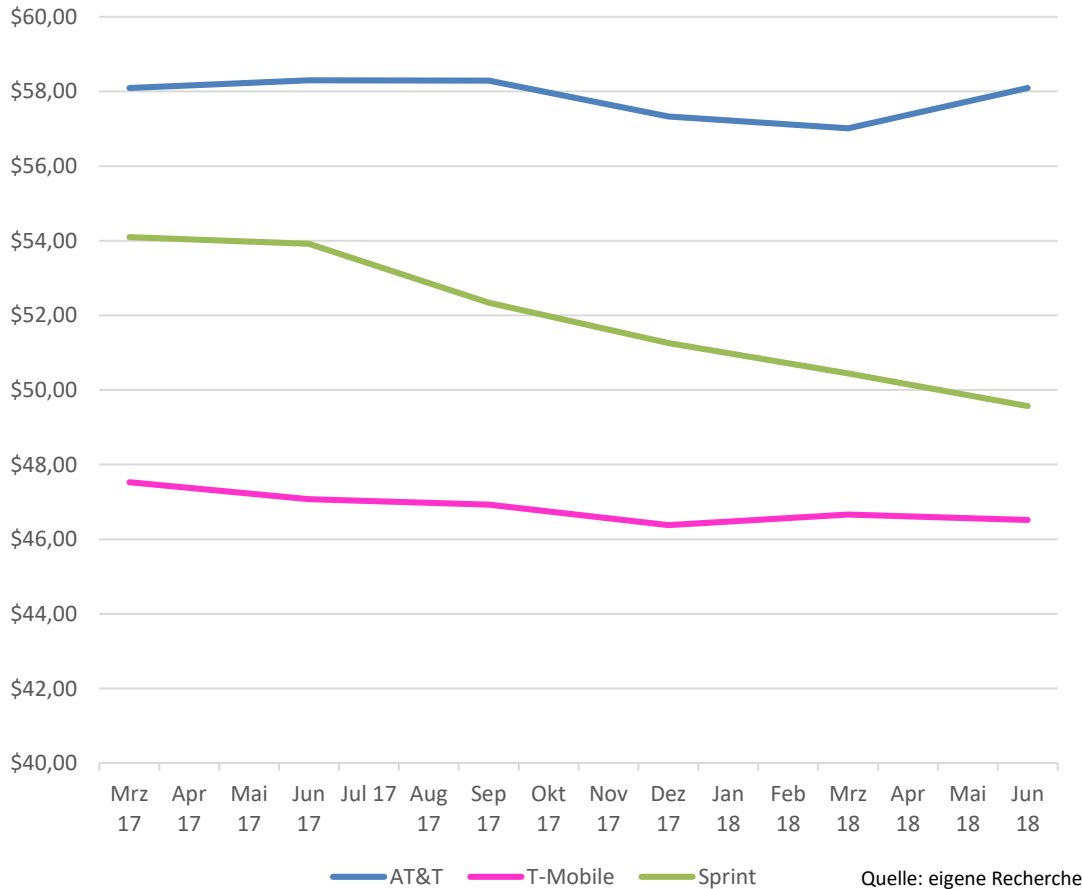
- **T-Mobile US und Sprint** haben Ende April 2018 **Fusionspläne** bekannt gegeben. Demnach will T-Mobile US den Mitbewerber Sprint für USD 26 Mrd. übernehmen. Die Fusion wird derzeit von den US-Wettbewerbsbehörden geprüft.
- Die Deutsche Telekom ist Muttergesellschaft von T-Mobile US und hält 42% der Anteile an der Gesellschaft.
- Mit der Fusion würde T-Mobile & Sprint deutlich zu den beiden Marktführern aufschließen und den Wettbewerb weiter intensivieren.



# Branche und Konkurrenz

## Mobilfunk

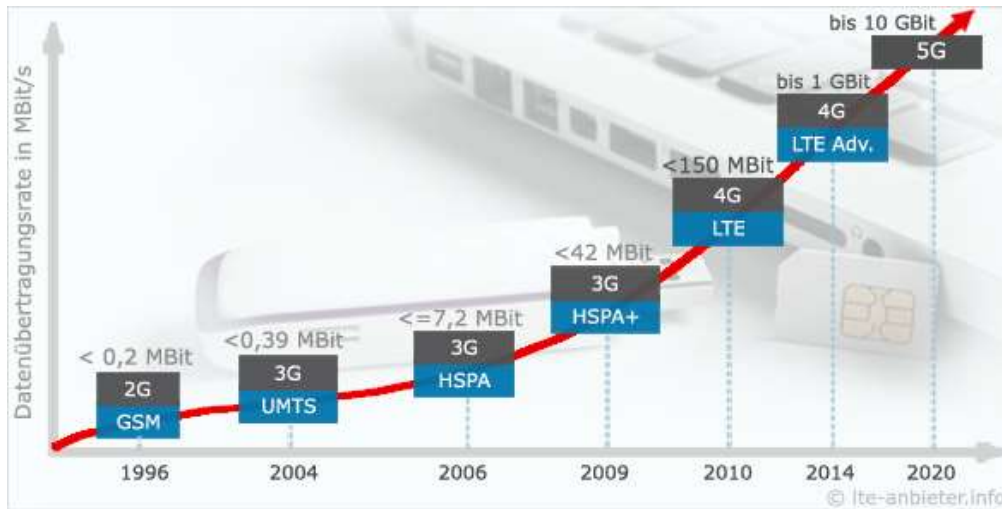
Durchschnittlicher Umsatz pro Mobilfunk-Nutzer  
(ARPU - postpaid phone)



- **AT&T** erzielt im Branchenvergleich den **höchsten durchschnittlichen Umsatz pro Nutzer (ARPU)** bei Postpaid-Kunden.
- Marktführer Verizon Wireless weist die Kennzahl ARPU nicht aus. Laut Statista.com liegt die Kennzahl von Verizon Wireless im 2. Quartal 2018 auf einem ähnlichen Niveau wie die bei den Mitbewerbern T-Mobile und Sprint.



# Branche und Konkurrenz



## Mobilfunk

- Der neue Highspeed Mobilfunkstandard **5G** wird **völlig neue Maßstäbe** setzen.
- **Cloudbasiert** können Dinge miteinander vernetzt werden („**Internet of Things**“). Es wird zahlreiche neue Anwendungsmöglichkeiten vor allem im Industriebereich geben.
- **AT&T** führt als einer der **ersten Anbieter 5G im Jahr 2018** in den ersten US-Städten ein.
- Im Jahr 2019 wollen alle großen US-Telekoms in einigen ausgewählten US-Städten 5G anbieten.

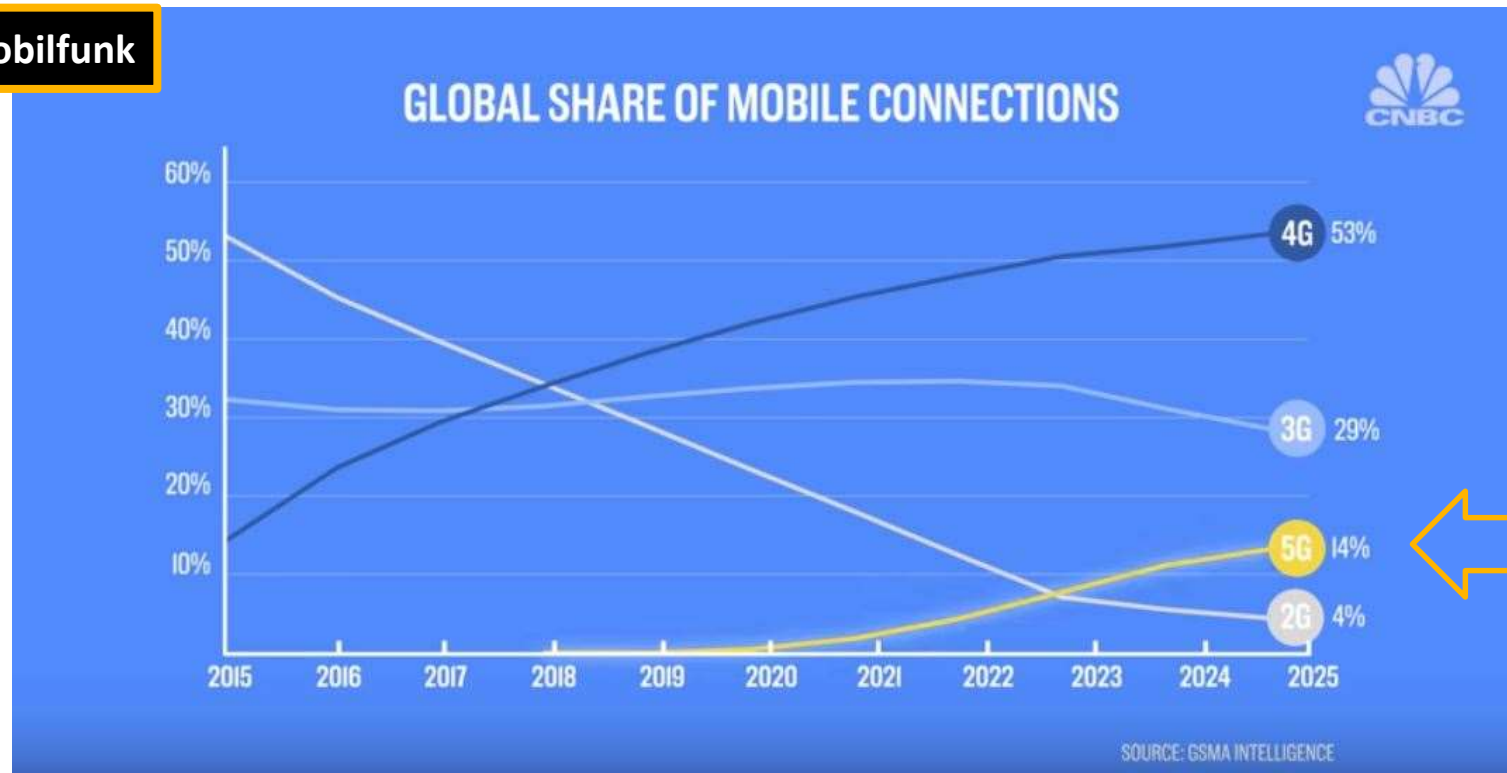
## 5G

- 100x höhere Datenrate (als LTE)
- 1.000x höhere Kapazität
- Extrem niedrige Latenzzeiten
- 1/1.000 Energieverbrauch je Bit
- 90% geringerer Stromverbrauch



# Branche und Konkurrenz

## Mobilfunk



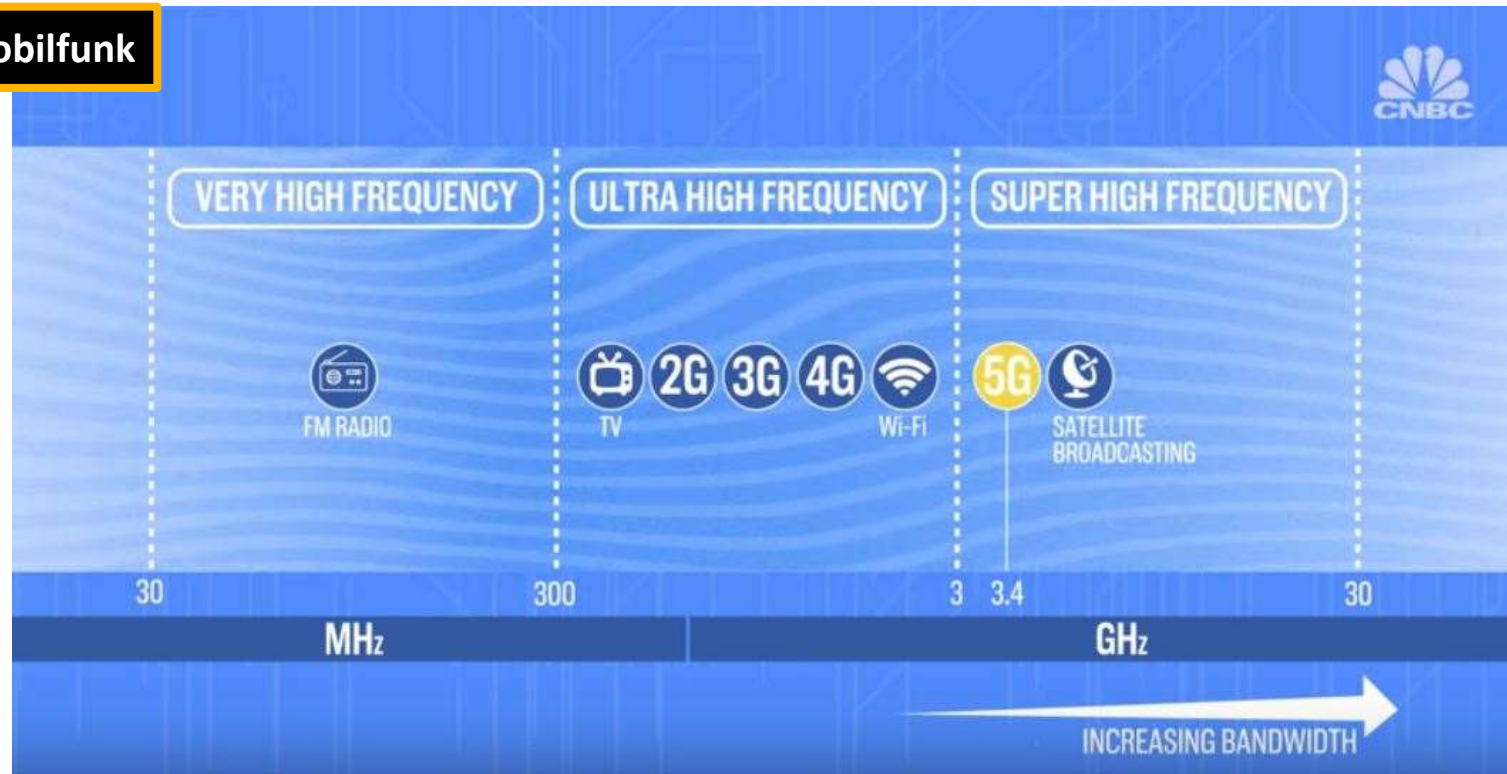
- Es wird erwartet, dass sich 5G nur sehr langsam durchsetzen wird, was mit den immens hohen Kosten für den Netzausbau zu erklären ist. Für das Jahr 2025 wird ein weltweiter Marktanteil von 14% erwartet.

Quelle: <https://www.youtube.com/watch?v=2DG3pMcNNlw> (Screenshot)



# Branche und Konkurrenz

## Mobilfunk



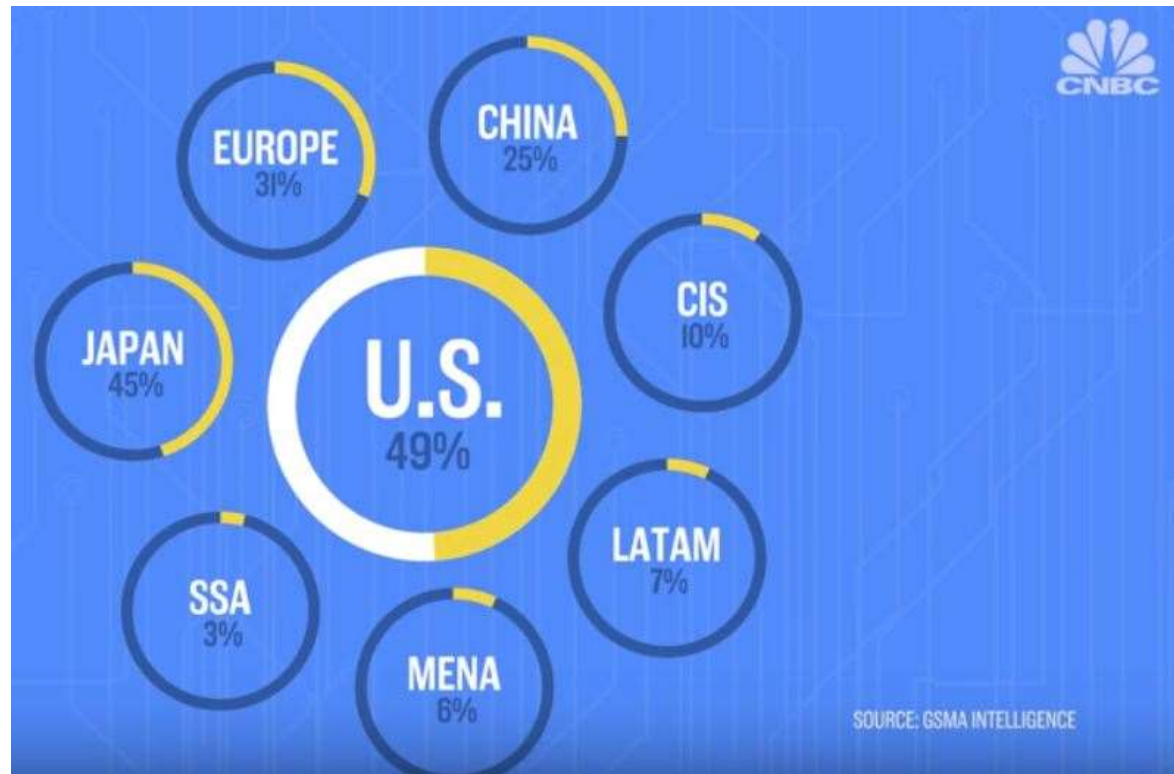
- 5G arbeitet in einem völlig anderen Frequenzbereich („Super High Frequency“), als die herkömmlichen Übertragungsstandards, so dass erst die entsprechende Basisinfrastruktur geschaffen werden muss. Die intensive und hohe Strahlung von 5G könnte langfristig zu Gesundheitsschäden führen.

Quelle: <https://www.youtube.com/watch?v=2DG3pMcNNlw> (Screenshot)



# Branche und Konkurrenz

## Mobilfunk



- Im Jahr **2025** sollen **49%** der Mobilfunkverbindungen in den USA über das 5G-Netz abgewickelt werden. Die USA wären damit weltweit führend.

Quelle: <https://www.youtube.com/watch?v=2DG3pMcNNlw> (Screenshot)





# Branche und Konkurrenz

## FAZIT Finanz senf

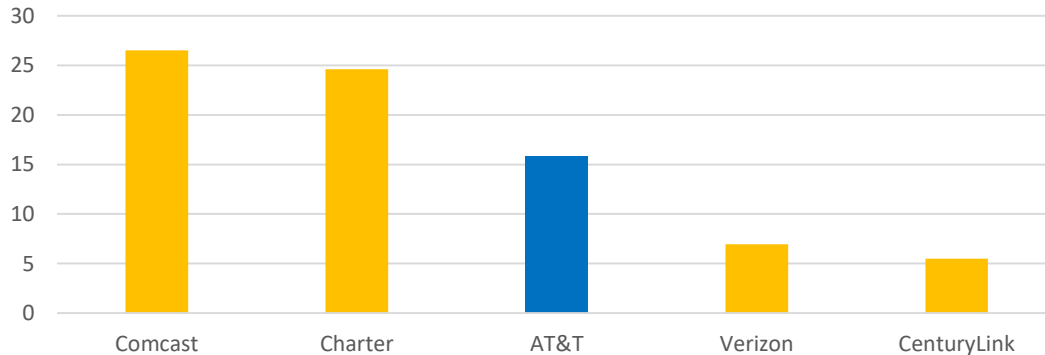
- AT&T ist im Mobilfunkbereich in führender Position und sollte diese auch langfristig halten können.
- **5G** sollte vor allem **den großen US-Telekommunikationsunternehmen helfen**, ihre **Markstellung zu sichern**, sofern die US-Aufsichtsbehörden hier nicht entsprechenden Gegenmaßnahmen einleiten. Die hohen Kosten für den 5G-Netzausbau werden von kleinen Telekommunikationsunternehmen nicht zu stemmen sein.
- Sollte sich die Fusion von T-Mobile US mit Sprint vollziehen, könnte im 5G-Bereich mittelfristig ein **Oligopol aus AT&T, Verizon und T-Mobile/Sprint** entstehen, was zu steigenden Kosten für die Verbraucher und leicht **steigenden Umsätzen** bei den Oligopol-Unternehmen führend könnte.
- Die Anwendungsmöglichkeiten von **5G** erscheinen sehr groß und könnten mittel- und langfristig insbesondere im Zusammenhang mit industriellen Anwendungen und der Vernetzung von Fahrzeugen („Autonomes Fahren“) zu **neuen Umsatzquellen** führen.



# Branche und Konkurrenz

## Internet

Top 5 - US-Breitband-Internet-Provider (Q2/2018)  
Abonnenten in Mio.

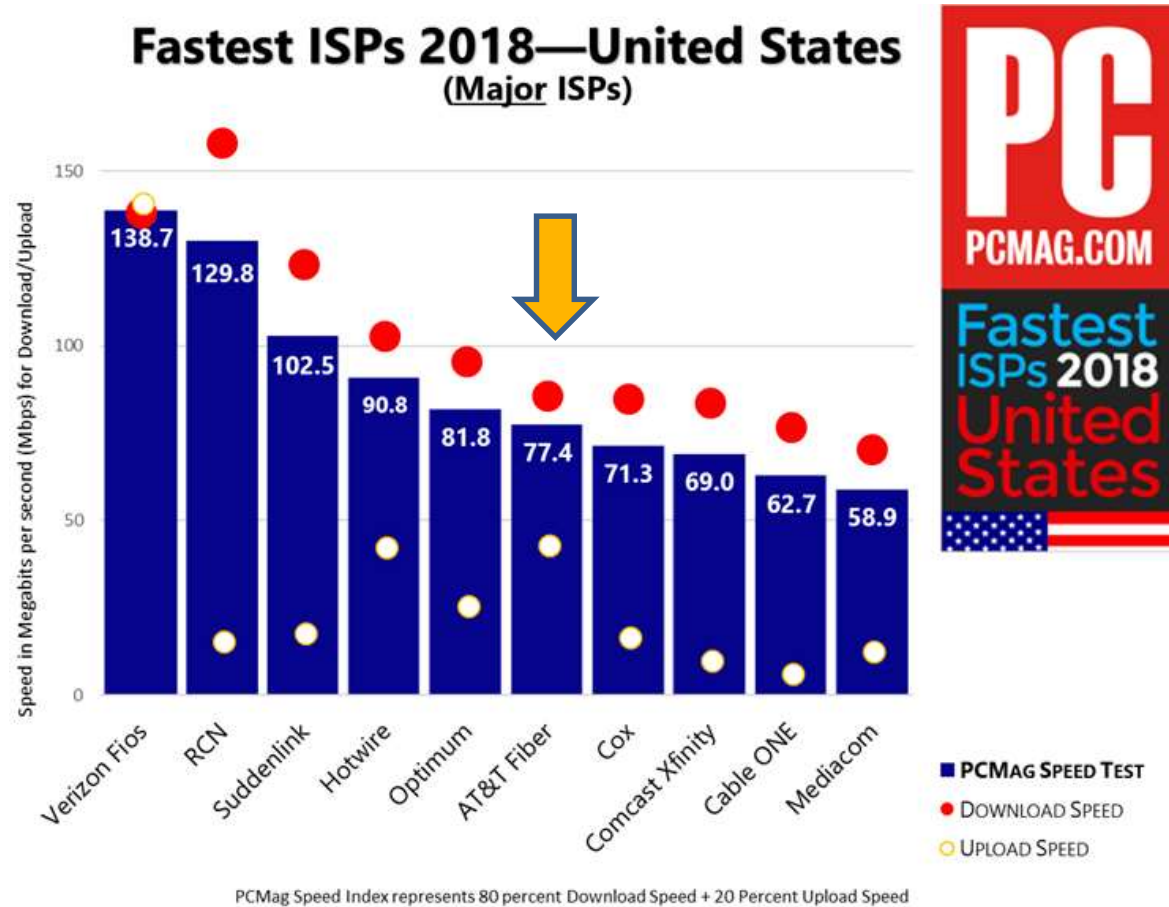


Produkt	Preisspanne USD	Internet-Speed
Comcast Xfinity	70-300	10 MB/s - 2 GB/s
Charter Spectrum	30-90	60 MB/s - 100 MB/s
AT&T	40-80	5 MB/s - 1.000 MB/s
Verizon Fios	40-95	100 MB/s - 940 MB/s
CenturyLink	20-80	1,5 MB/s - 1 GB/s

- AT&T belegt hinter Comcast und Charter den **3. Platz der US-Anbieter** für kabelgebundenes Breitband-Internet gemessen an der Anzahl der Abonnenten.
- **AT&T** liegt mit seinem Internetangebot **im Mittelfeld** bezüglich **Preis und Internet-Speed**.
- **AT&T** hat den **besten Kundenservice** aller Breitband-Internetanbieter in den USA und wurde dafür bereits mehrfach ausgezeichnet.



# Branche und Konkurrenz



Internet

Quelle: <https://uk.pcmag.com/feature/96373/the-fastest-isps-of-2018>



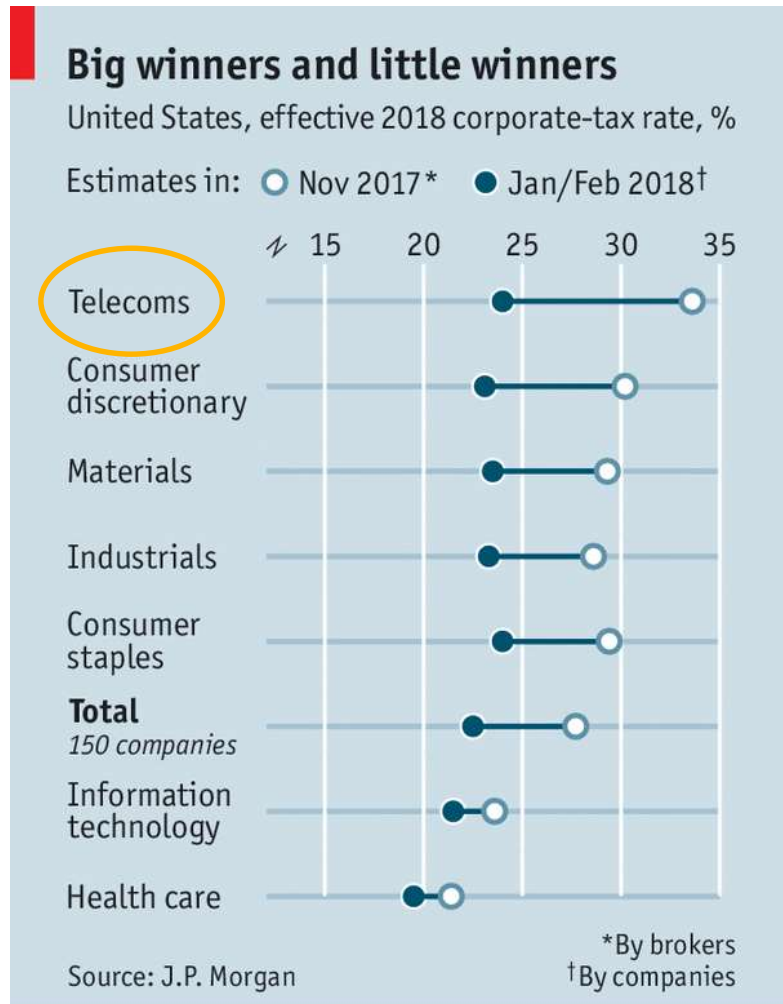
# Branche und Konkurrenz

## FAZIT Finanz senf

- AT&T ist im Bereich des **kabelgebundenen Breitband-Internets** im Mittelfeld der Branche positioniert.
- Das kabelgebundene Breitband-Internet-Geschäft wird durch die Einführung des neuen Mobilfunkstandards **5G unter Druck kommen**.
- Insbesondere jüngere Konsumenten könnten verstärkt dazu übergehen, ihre Smartphone als mobilen Internet-Hotspot zu verwenden, was den stationären, kabelgebundene **Breitband-Internet-Anschluss zu Hause überflüssig** machen könnte. Insbesondere der Erfolg von mobilen Streamingdiensten wie Netflix, Hulu und Amazon Prime Video sollte diese Entwicklung begünstigen. Die jüngeren US-Konsumenten (bis 35 Jahre) haben tendenziell eher wenig Geld zur Verfügung und werden daher auf einen zusätzlichen Breitband-Internet-Anschluss verzichten wollen, wenn es entsprechende Angebot auf dem Markt gibt.
- Es ist also zu erwarten, dass die **Umsätze** in diesem Bereich **langfristig** eher **sinken** werden.



# Branche und Konkurrenz



Economist.com

- Die **US-Telekommunikationsbranche** ist mit Abstand der **größte Gewinner**, der **US-Steuerreform** von Donald Trump.
- AT&T konnte im Jahr 2017 einen außerordentlichen und einmaligen Steuerertrag in Höhe von **USD 20,2 Mrd.** verbuchen, da Steuerrückstellungen neubewertet wurden (21% Steuersatz statt 35%).
- AT&T profitiert zukünftig von einem reduzierten, effektiven Steuersatz von **ca. 23%**. In der Vergangenheit lag der effektive Steuersatz bei ca. 33%.
- Der (Netto-)Gewinn pro Aktie steigt damit um **ca. 15%** (ceteris paribus).



# Management

**CEO**

**Randall Stephenson**

**Alter**

58

**Im Unternehmen seit:**

1992

**Im Amt seit:**

2007

**Beteiligungsquote am Unternehmen:**

< 0,05%

**Vita:**

- B.S. in Accounting, Universität Central Oklahoma
- Master of Accountancy, Universität Oklahoma
- Seit Karrierebeginn im Jahr 1982 verschiedene Führungspositionen im Bereich Marketing und Finanzen bei Telekommunikationsunternehmen, die mit AT&T in Verbindung gebracht werden können.
- 2001-2004 Finanzchef (CFO) von SBC Communications. Ihm gelang es in seiner Amtszeit die jährlichen Verluste von fast USD 30 Mrd. auf eine fast ausgewogene Bilanz zu reduzieren.
- 2004-2007 Chief Operating Office (COO) von AT&T



# Management

CEO

Randall Stephenson

## FAZIT Finanz senf

- AT&T betreibt unter Stephenson eine **aggressive Politik von Unternehmenszukaufen**.
- Dies ist dem Umstand geschuldet, dass die Umsätze des Kerngeschäfts aufgrund eines intensiven Wettbewerbs seit Jahren unter Druck stehen.
- Folgende wesentlichen Akquisitionen wurden in den letzten Jahren abgeschlossen:
  - **DirectTV** (Lineares Satellitenfernsehen, 2015)
  - **Nextel Mexcio** (Mobilfunk Mexiko, 2015)
  - **GSF Telecom** (Mobilfunk Mexiko, 2015)
  - **Time Warner** (Fernseh- und Videoinhalte, 2018)
  - Diverse Mobilfunklizenzen
- Im Abschnitt „Finanzen und Vermögen“ wird noch ausführlicher auf dieser Akquisitionen eingegangen. An dieser Stelle nur ein verkürztes Fazit:

**Die Politik der aggressiven Zukäufe von Unternehmen ist eine Katastrophe!**



# Management

CEO

Randall Stephenson

## FAZIT Finanz senf

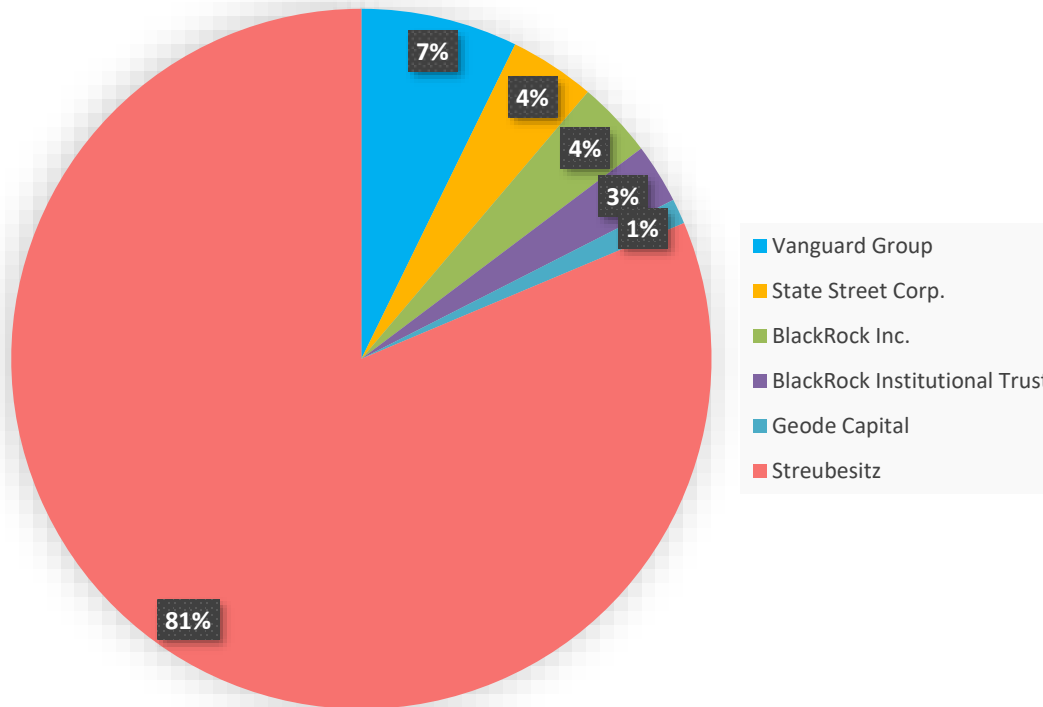
- Wie im Folgenden noch gezeigt wird, ist der Unternehmenszukauf von **DirectTV** zu einem völlig **überhöhten Kaufpreis** erfolgt. Das lineare Satellitenfernsehen hatte schon beim Erwerb im Jahr 2015 seinen **Zenit überschritten** und kann sich nun gegen moderne Streamingdienste nicht mehr behaupten.
- Die Zukäufe Nextel Mexico und GSF Telecom haben zwar zu (geringem) Umsatzwachstum in Mexiko für das **internationale Segment** von AT&T geführt, allerdings ist dieses Segment **defizitär**. Der Mobilfunkmarkt in Mexiko wird mit einem Marktanteil von 70% von Amercia Movil dominiert. AT&T ist in Mexiko keine bekannte Marke und hat dort auch keine Größenvorteile (Skaleneffekte).
- Der Erwerb von **TimeWarner** erfolgte ebenfalls zu einem **überhöhten Kaufpreis**. Es muss sich erst zeigen, ob es gelingt TimeWarner sinnvoll in den AT&T-Konzern zu integrieren. AT&T entwickelt sich damit zu einem **Medien-Konglomerat**. Ob TimeWarner unter dem Dach von AT&T gut aufgehoben ist, wird von Finanzsenf kritisch gesehen.
- Alle Akquisitionen haben die Verschuldung von AT&T stark erhöht.
- Die wichtigste Aufgabe eines Managements ist die richtige Kapitalallokation. Stephenson hat hier bislang versagt.





# Anteilseigner

## Aktionärsstruktur



- Die Aktionärsstruktur ist unauffällig mit sehr hohem Streubesitzanteil.
- Kein Anteilseigner hält mehr als 10% der Anteile.
- Insgesamt werden 56% der Anteile von institutionellen Anlegern gehalten, wobei die Vanguard Group der größte Einzelaktionär ist.



# Geschäftsmodell

AT&T unterteilt sein Geschäftsmodell zum 31.12.2017 in die folgenden vier Segmente:

## Business Solutions

- Geschäftskunden
- IP-Dienste (VPN), Ethernet-Produkte, SDN, NFV, Breitband, sowie Sprach- und Datendienste
- Drahtgebundene und drahtlose Netzwerke

## Entertainment Group

- Kunden in USA
- Video, Internet, Sprach- und Werbedienste
- IP-Kupferkabelnetzwerk und Satellitentechnik

## Consumer Mobility

- Endkunden USA
- Drahtlose Sprach- und Datendienste (incl. High-Speed Internet)

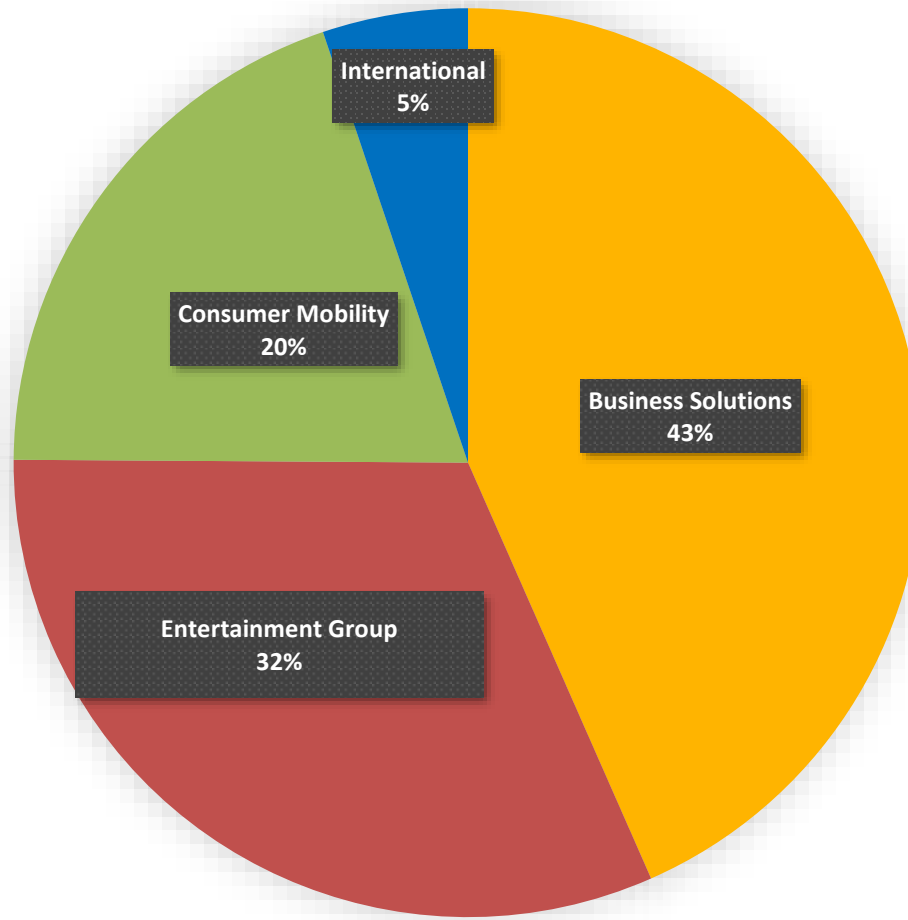
## International

- Unterhaltungsdienstleistungen in Lateinamerika
- Drahtlose Sprach- und Datendienste in Mexiko



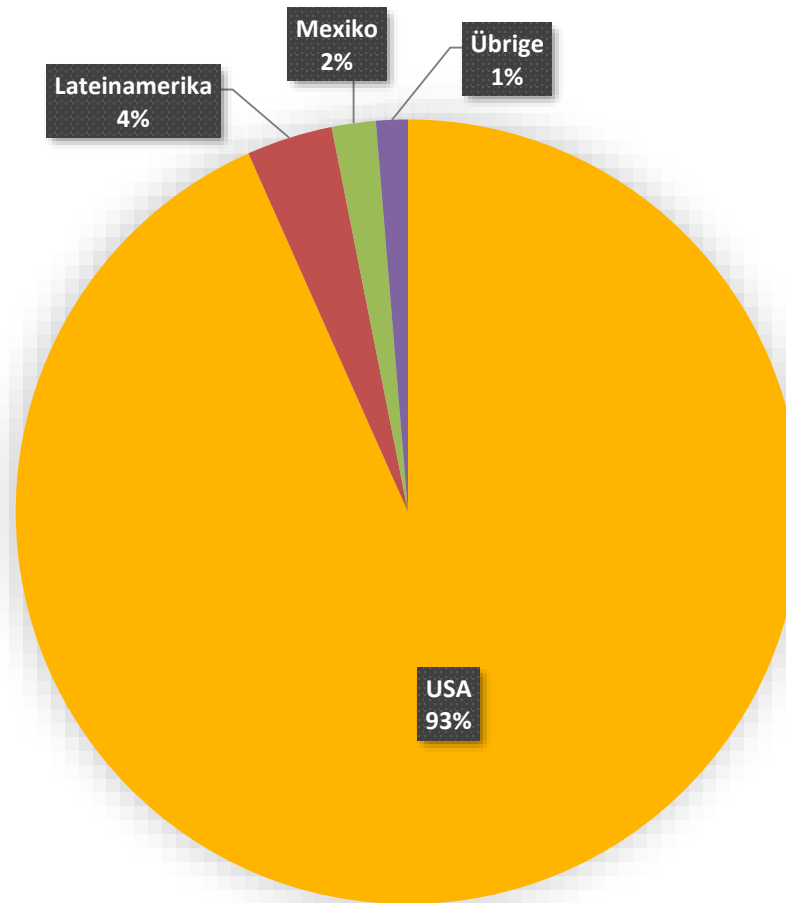
# Geschäftsmodell

Umsatzverteilung nach Segmenten 2017

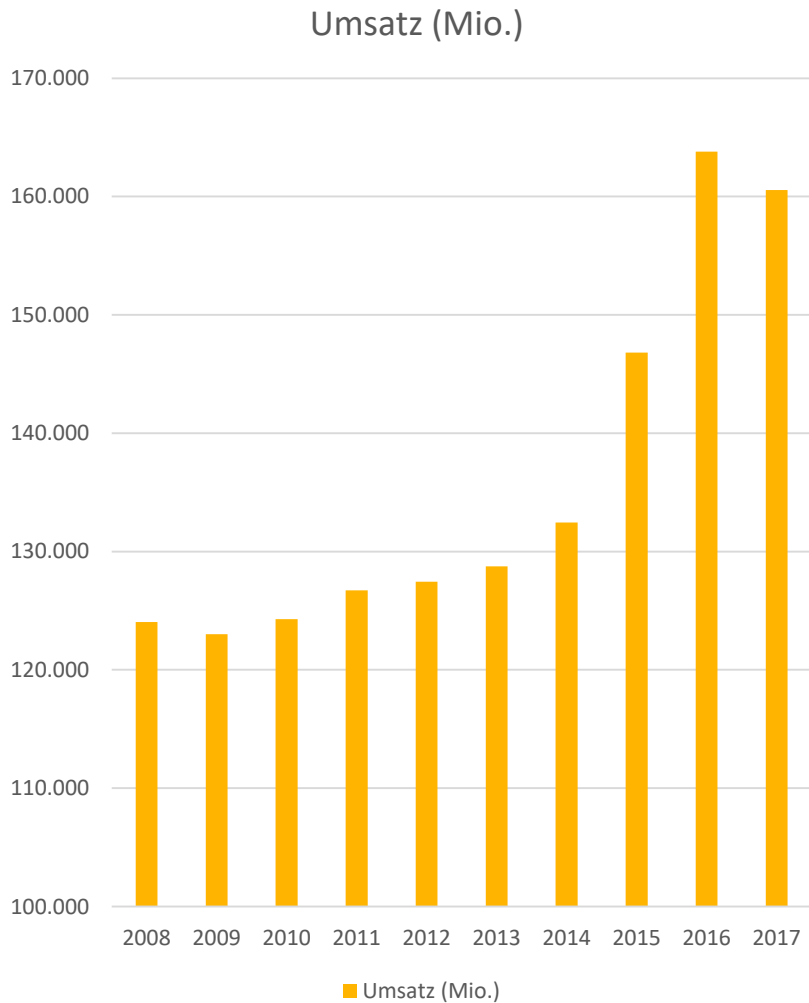


# Geschäftsmodell

Umsatz  
nach Regionen  
2017



# Geschäftsmodell

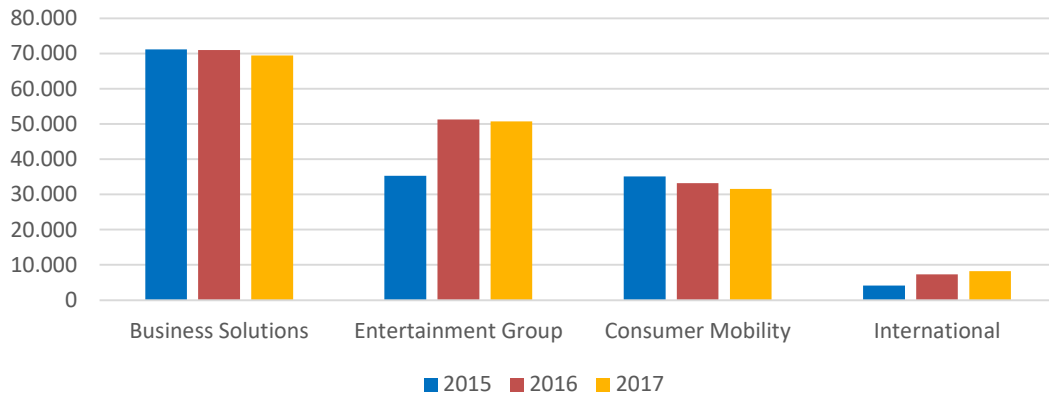


Die Umsatzentwicklung sieht auf den ersten Blick erfreulich aus, wird jedoch insbesondere ab dem Jahr 2015 von Unternehmenszukaufen (DirecTV, Nextel Mexico, GSF Telecom) getragen, die die schwache organische Umsatzentwicklung überlagern.

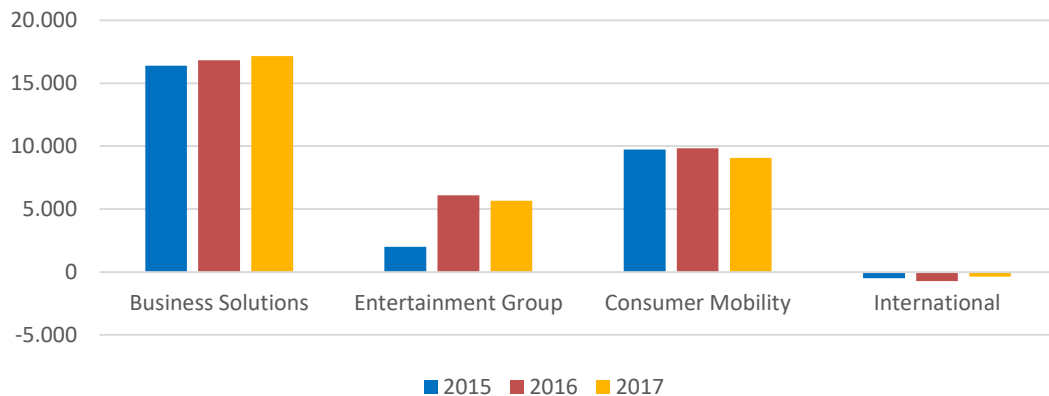


# Geschäftsmodell

Umsatz je Segment (in Mio. USD)



Operatives Ergebnis je Segment (in Mio. USD)

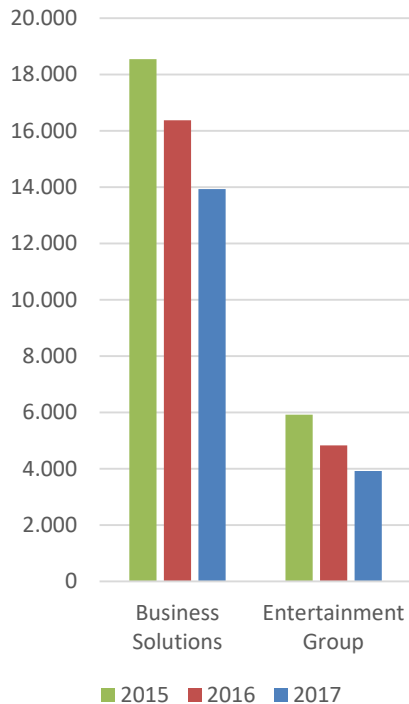


- Der Umsatz im Segment **Business Solutions** ist leicht rückläufig, die operative Marge steigt leicht an.
- Umsatz und operatives Ergebnis des Segments **Entertainment Group** werden durch den 2015 erfolgten Kauf von DirecTV auf ein neues Niveau gehoben, erodieren nun aber zunehmend.
- Die Umsätze im Segment **Consumer Mobility** und die operative Marge sind unter Druck.
- **International** steigen die Umsätze bei gleichzeitig operativen Verlusten.



# Geschäftsmodell

Umsätze mit traditionellen, drahtgebundenen Sprach- und Datendiensten (in Tsd. USD)



- AT&T hat vor allem in den Segmenten **Business Solutions** und **Entertainment Group** mit einem starken Umsatzrückgang bei „traditionellen“, drahtgebundenen Sprach- und Datendiensten (legacy voice and data services) zu kämpfen.
- Dieser strukturelle Trend hält schon einige Jahre an und wird sich auch im Jahr 2018 fortsetzen und zu Umsatzrückgängen in diesen Bereichen führen.
- Kunden wechseln zunehmend von drahtgebundenen auf drahtlose Sprach- und Datendienste. Aufgrund des intensiven Preiswettbewerbs können die Umsatzrückgänge nur mit Mühe und nicht vollständig durch drahtlose Dienste kompensiert werden.
- AT&T versucht im Segment **Business Solutions** insbesondere mit Serviceverträgen (fixed strategic services) diesem Trend entgegen zu wirken. Gleichzeitig werden Kosteneinsparungsprogramme durchgeführt.



# Geschäftsmodell

## WarnerMedia

- **Turner - Kabelnetzwerke und digitale Medien**
- **Home Box Office (HBO) – Premium Pay-TV und Internet-Streaming-Dienste**
- **Warner Bros. - Filme, Fernsehen, Videospiele**

- Mit der USD 85 Mrd. (USD 109 Mrd. inkl. übernommener Schulden) teuren Übernahme von Time Warner Inc. kam am **15. Juni 2018** ein **neues, fünftes Segment** hinzu: WarnerMedia.
- Es unterteilt sich in die Bereiche **Turner, Home Box Office** und **Warner Bros.**





# Geschäftsmodell

- **Turner** betreibt weltweit mehr als 180 TV-Sender in 36 Sprachen und über 200 Ländern. Zu den bekanntesten Sendern gehören der Nachrichtensender CNN, der Spielfilmkanal TNT sowie der Kindersender Cartoon Network.
- **HBO (Home Box Office)** gilt als weltweit führender Anbieter von Premium-TV-Inhalten und wurde für seine qualitativ hochwertigen Eigenproduktionen vielfach ausgezeichnet. Von 1994 bis 2004 erhielt HBO mehr Emmys als alle anderen Fernsehsender zusammen. Zahlreiche für den Oscar nominierte Dokumentarfilme liefen zuerst bei HBO. Die Fantasy-Serie „Games of Thrones“ ist die erfolgreichste von HBO produzierte Serie. 2019 soll die achte Staffel der Serie anlaufen.
- **Warner Bros. Entertainment Inc.** ist weltweit führend in den Bereich Kreation, Produktion, Vertrieb, Lizenzierung und Marketing für alle Arten von Unterhaltung. Warner Bros. produziert(e) u.a. die erfolgreichen Filmreihen *Harry Potter*, *Matrix* und *Lethal Weapon* sowie die TV-Serien *The Big Bang Theory* und *Two and a half men*.



# Geschäftsmodell

- AT&T war bis zum Erwerb von TimeWarner vollständig abhängig von anderen Unternehmen, die die Fernseh- und Videoinhalte über das AT&T-Kabelnetz verbreitet haben. AT&T musste dafür Gebühren zahlen, die häufig deutlich stärker anstiegen als die Inflationsrate.
- Das AT&T Management **glaubt**, dass es mit dem Erwerb von TimeWarner möglich sein wird, **Video- und Fernsehinhalte effizienter zu verbreiten** und so Kosteneinsparungen und andere Synergieeffekte zu erzielen.
- Hierbei spielen insbesondere integrierte Angebote eine zentrale Rolle. AT&T verfolgt eine „**Bundle**“-Strategie, bei der mehrere Serviceangebote wie Fernseh- und Videoinhalte, Breitband-Internet zusammen mit Telefon- und Mobilfunkleistungen in großen (teuren) Gesamtpakten angeboten werden.

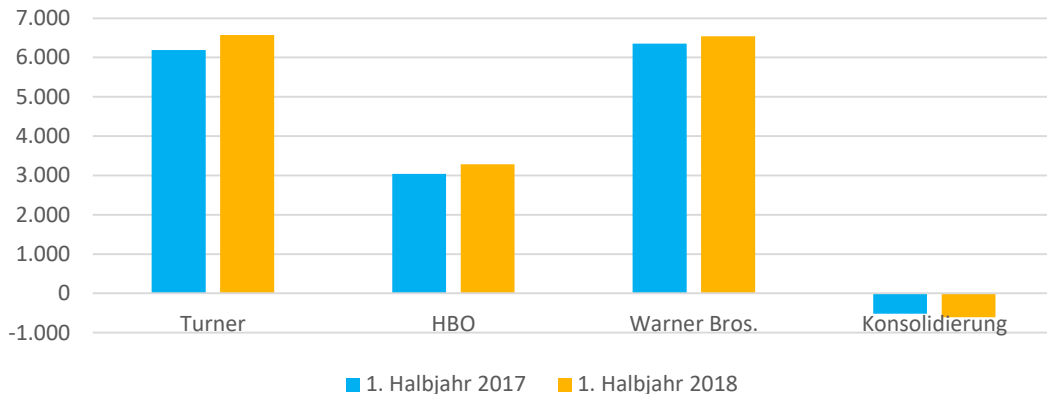
## FAZIT Finanz senf

- Wie im Folgenden noch ersichtlich wird, bestehen Zweifel, ob diese „Bundle“-Strategie überhaupt den Kundenwünschen entspricht. Insbesondere bei jüngeren US-Konsumenten (bis 35 Jahre) geht der Trend eher zu sogenannten „Skinny bundles“ (kleine und günstige Servicepakete), wie der Erfolg von Netflix und Amazon Prime Video zeigt.

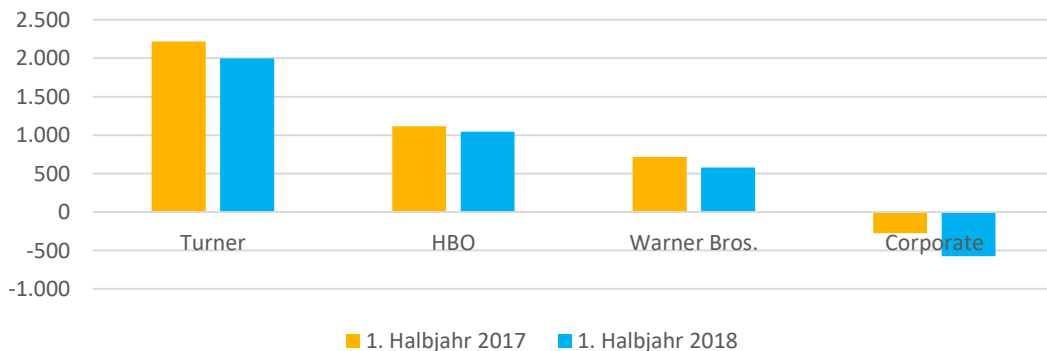


# Geschäftsmodell

Umsätze im Segment WarnerMedia (in Mio. USD)



Operatives Ergebnis im Segment Warner Media (in Mio. USD)

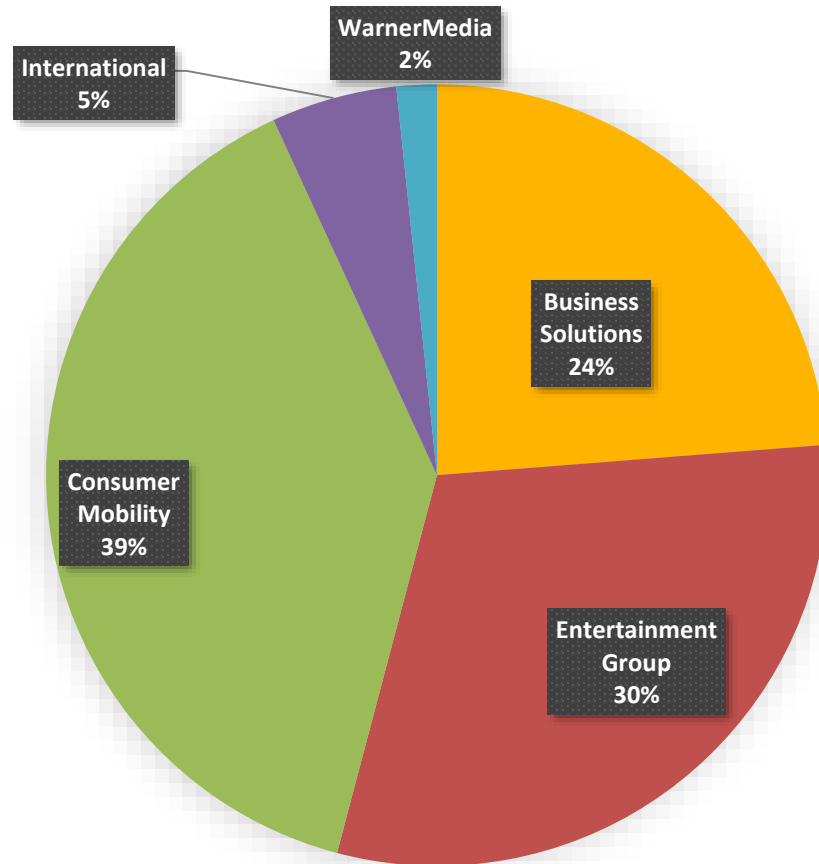


- Die **Umsatzentwicklung** im Segment **WarnerMedia** ist in allen Teilbereichen **positiv**. Insgesamt liegen die Umsätze im 1. Halbjahr 2018 um **+4,8%** über dem Vorjahreszeitraum.
- Das **operative Ergebnis** wird im ersten Halbjahr 2018 durch hohe Kosten (USD 694 Mio.) für die **Integration** in den AT&T-Konzern **belastet**.
- WarnerMedia wird erst ab 15. Juni 2018 im AT&T Konzern berücksichtigt.



# Geschäftsmodell

Umsatz nach Segmenten per 30. Juni 2018



- Die Umsatzverteilung nach Segmenten zum 30. Juni 2018 enthält **16 Tage** Umsatz des neuen Segments WarnerMedia.
- Die Umsätze in den Segmenten **Business Solutions (-5,7%)** und **Entertainment Group (-8,1%)** sind im 1. Halbjahr 2018 im Vorjahresvergleich signifikant zurückgegangen.
- Die Gründe für diese Entwicklung werden auf den folgenden Seiten dargestellt.



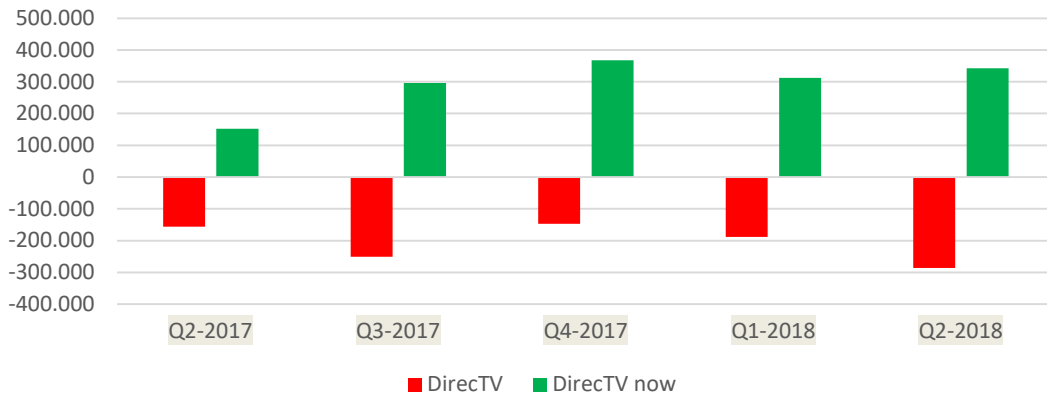
# Geschäftsmodell

- Grundsätzlich ist zu erwähnen, dass **ab Januar 2018 neue Bilanzierungsregeln** in den USA gelten. Insbesondere für den Ausweis der Umsatzerlöse (ASC 606) hat dies spürbare Auswirkungen. Einnahmen und Gebühren der FCC (Federal Communications Commission) (US-Aufsichtsbehörde) werden nur noch netto (saldiert) ausgewiesen. Die **Umsatzerlöse** werden damit im Vorjahresvergleich **niedriger** ausgewiesen.
- Bereinigt man die Umsatzerlöse für das 1. Halbjahr 2018 um diese Bilanzierungseffekte ergibt sich für das Segment **Business Solutions** ein **Umsatzrückgang von -2%** (statt -5,7%) und für das **Segment Entertainment Group** ein **Umsatzrückgang von -6,4%** (statt -8,1%).
- Die Segmente **Consumer Mobility** und **International** können dagegen ein **Umsatzwachstum** von **1,8%** bzw. **2,1%** vorweisen.
- Der Umsatzrückgang im Segment **Business Solutions** ist auf den bereits erläuterten **anhaltend negativen Trend bei traditionellen, drahtgebundenen Sprach- und Datendiensten** zurückzuführen.
- Die Entwicklung im Segment **Entertainment Group** ist im Hinblick auf das linear Satellitenfernsehen DirecTV besorgniserregend.

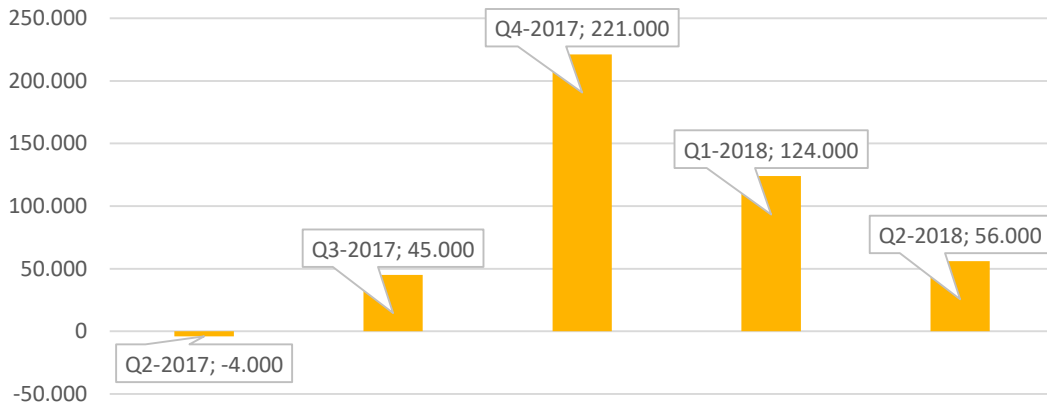


# Geschäftsmodell

Abonnenten DirecTV und DirecTV now



Veränderung Abonnenten DirecTV+DirecTV now



- Im Segment **Entertainment Group** bereitet vor allem das lineare Satellitenfernsehen von „**DirecTV**“ Probleme und **verliert jedes Quartal Kunden**.
- Diese Kundenverluste können durch „**DirecTV now**“ **überkompensiert** werden.
- „**DirecTV now**“ ist der Abo-Streaming-TV-Dienst von AT&T und ist **wie Netflix oder Hulu** ein OTT (Over-the-top content) - Anbieter.



# Geschäftsmodell

- **DirectTV now** ermöglicht Fernsehen auf allen internetfähigen Endgeräten. Es ist **jederzeit kündbar** und erfordert anders als das Satellitenfernsehen DirectTV keine Jahresverträge und auch **keinen Satellitenempfänger**.
- Die Preise für **DirectTV now** starten in den USA aktuell (Stand: 09/2018) ab USD 40 im Monat. Dafür bekommt man Zugriff auf 65 TV-Kanäle. Zusätzlich kann man nun auch die **WarnerMedia Premium-TV-Kanäle** HBO (+ USD 5/ Monat), Cinemax (+ USD 5/Monat), Showtime (+ USD 8/Monat) und STARZ (+USD 8/Monat) **einzel** **hinzubuchen**.
- Im Vergleich dazu starten die Preise für das **lineare Satellitenfernsehen DirectTV** aktuell (Stand: 09/2018) bei USD 35 im Monat im ersten Jahr und erhöhen sich **im 2. Jahr auf USD 78** im Monat. Ein **Zweijahresvertrag ist Pflicht** und mit zusätzlichen USD 35 für die Ersteinrichtung verbunden. Dafür bekommt man Zugriff auf 155 TV-Kanäle. Die **Premium-TV-Kanäle von WarnerMedia** (HBO, Cinemax, Showtime und STARZ) kosten nach drei Gratismonaten **USD 53,99** pro Monat **zusätzlich** und können nur zusammen im Paket erworben werden.



# Geschäftsmodell

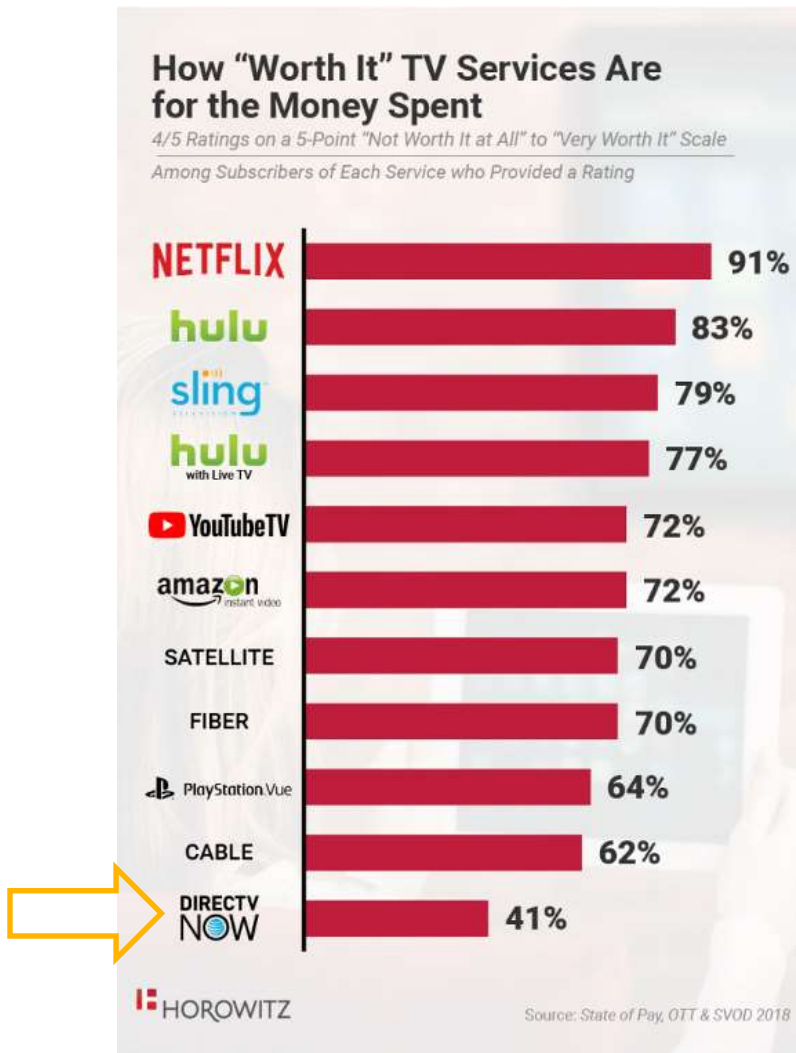
## FAZIT Finanz senf

- Es dürfte sofort auffallen, dass die monatlichen Kosten für das lineare Satellitenfernsehens DirecTV aus deutscher Sicht sehr hoch sind. In Deutschland zahlt man außer dem staatlichen Rundfunkbeitrag (noch) nichts für den Empfang von Satellitenfernsehen.
- Im Vergleich zu den günstigeren Streamingdiensten kommen noch die mangelnde Flexibilität hinsichtlich Vertragslaufzeit und Empfangsgerät hinzu, die das lineare Satellitenfernsehen nicht mehr zeitgemäß erscheinen lassen.
- Die US-Kunden von AT&T sehen das offenbar auch so und verabschieden sich jedes Quartal in großer Zahl vom linearen Satellitenfernsehen.
- AT&T hat mit **DirecTV now** einen entsprechenden Streamingdienst im Angebot, der mit deutlich günstigeren Konditionen und mehr Flexibilität punkten kann.
- Die Kundenverluste beim Satellitenfernsehen können so aufgefangen und sogar überkompensiert - also neue Kunden hinzugewonnen werden.
- Allerdings **reichen die Kundengewinne nicht aus**, um die Umsatzverluste des teuren, linearen Satellitenfernsehens zu kompensieren.
- AT&T steht mit **DirecTV now im direkten Wettbewerb zu Netflix**, dass in den USA in der Basisvariante schon ab USD 8 im Monat und in der Premiumvariante für USD 14 zu haben ist. Zur Erinnerung: Die Preise von DirecTV now starten ab USD 40 im Monat ohne die Premiuminhalte von WarnerMedia.





# Geschäftsmodell



- **DirecTV now** schneidet im Vergleich zu den anderen Streamingdiensten in einer aktuellen Umfrage zur **Kundenzufriedenheit sehr schlecht** ab.
- Gefragt wurde, welcher TV-Dienst sein Geld wert ist.
- **DirecTV Now** erreicht nur einen sehr schlechten Wert von **41%** während **Netflix** auf eine Zustimmung von **91%** kommt.

Quelle: <http://www.digitaltvnews.net/?p=31065>



# Geschäftsmodell

## FAZIT Finanz senf

- AT&T hat erkannt, dass das Angebot von DirecTV now (1,8 Mio. Abonnenten) nicht ausreichend ist, um im Wettbewerb mit Netflix (129,47 Mio. Abonnenten) Marktanteile zugewinnen.
- Insbesondere jüngere US-Konsumenten (Millennials) legen keinen Wert auf ein unflexibles und teures TV-Angebot mit einer hohen Anzahl von TV-Kanälen, von denen man ohnehin nur einige wenige TV-Sender sieht.
- Ab 29. Juni 2018 bietet AT&T nun mit „**AT&T WatchTV**“ ein günstiges Basisstreamingprodukt für **USD 15** im Monat an. In einigen AT&T-Premiumtarifen ist WatchTV kostenlos enthalten. Dafür erhält man Zugriff auf 35 Standard-TV-Kanäle und über 15.000 Filme und Fernsehshows und kann dieses Angebot mit einem internetfähigen Gerät ortsunabhängig nutzen.
- Dieses Produkt kann als durchaus konkurrenzfähig bezeichnet werden, wird jedoch den Umsatzrückgang im Bereich Entertainment Group vorerst nicht stoppen können.
- Die von **TimeWarner** erworbenen **Premiuminhalte** werden über das Produkt „AT&T WatchTV“ aktuell **nicht verbreitet**. Dies würde auch die aktuelle Preisstruktur für das gesamte Produktportfolio von AT&T völlig konterkarieren und mittelfristig zu massiven Umsatzverlusten in anderen Bereichen führen.



# Geschäftsmodell

## FAZIT Finanz senf

### (!) Das Problem des Kundenschwunds im linearen Satellitengeschäft:

- Im Jahr **Juli 2015** erwarb AT&T das Unternehmen **DirectTV** inklusive dem Satellitenfernsehgeschäft für einen **Kaufpreis von USD 47,4 Mrd.** Zuzüglich der Schulden von DirectTV hatte diese Transaktion ein Volumen von USD 67 Mrd. Von dem Kaufpreis entfielen **USD 19,5 Mrd. auf Kundenlisten.** Davon mussten bis zum 31. Dezember 2017 aufgrund des Verlusts von Kunden im linearen Satellitengeschäft schon **USD 8,9 Mrd. aufwandswirksam abgeschrieben** werden. Die verbleibenden **USD 10,6 Mrd.** werden wohl bald auch abgeschrieben werden müssen.
- Dem Kaufpreis ist ein Geschäfts- und Firmenwert (**Goodwill**) von **USD 34,4 Mrd.** zugeordnet. Sollten die Umsatzrückgänge im Bereich DirectTV anhalten, wird man auch hier mittelfristig sehr hohe ergebniswirksame Abschreibungen auf den Goodwill vornehmen müssen, was entsprechend eine Belastung des Eigenkapitals zur Folge hätte.
- **Es zeigt sich nach nur drei Jahren Zugehörigkeit zum AT&T Konzern, dass AT&T für die Übernahme von DirectTV zu viel Geld für ein Geschäft bezahlt hat, dass zum Zeitpunkt der Übernahme seinen Zenit schon überschritten hatte.**



# Geschäftsmodell

**Hat das Unternehmen einen langfristigen und dauerhaften Wettbewerbsvorteil?  
(Buffett - Burggraben –Test)**

Es gibt keinen ähnlichen Ersatz für das Produkt/ die Dienstleistung?	Nein
Produkt/ Dienstleistung kann nicht leicht gewechselt werden?	Nein
Es besteht ein Monopol/ Oligopol?	Nein
Starke Marke(n)?	Nein
Bedeutsame Patente und immaterielle Werte?	Nein
Netzwerkeffekte?	Nein
Skaleneffekte und Kostenvorteile?	Ja
Preismacht?	Nein



# Geschäftsmodell

**Hat das Unternehmen einen langfristigen und dauerhaften Wettbewerbsvorteil?  
(Buffett - Burggraben –Test)**

## **FAZIT Finanz senf**

- AT&T erzielt aufgrund der Unternehmensgröße Kostenvorteile im Bereich drahtgebundene Sprach- und Datendienste sowie Kostenvorteile und positive Skaleneffekte im Bereich drahtlose Sprach- und Datendienste.
- Aufgrund der sinkenden Bedeutung der drahtgebundenen Sprach- und Datendienste wird sich der Wettbewerbsvorteil in diesem Bereich jedoch immer weniger bezahlt machen.
- **Im Ergebnis möchte ich AT&T allenfalls einen sehr schmalen Burggraben auf kurz- und mittelfristiger Sicht attestieren, der im Wesentlichen von der schier enormen Unternehmensgröße und entsprechenden Kostenvorteilen getragen wird.**



# Vermögen und Finanzen

- Ein Blick auf die Vermögensseite der AT&T Bilanz zum 30.06.2018 (inkl. WarnerMedia) zeigt, dass das **Vermögen** neben Sachanlagen (24%) **zum größten Teil aus Geschäfts- und Firmenwerten („Goodwill“)** (26,8%) besteht.
- Insgesamt wird ein **Goodwill in Höhe von USD 143,5 Mrd.** ausgewiesen, dies entspricht der gesamten Marktkapitalisierung von SAP, dem größten DAX-Wert und **78% des gesamten Eigenkapitals von AT&T.**
  - Der **Goodwill** ist die Differenz zwischen dem Gesamtunternehmenswert (Kaufpreis) und der Summe der Zeitwerte aller Aktiva (Vermögen) und Passiva (Schulden). Seine Höhe wird durch nicht oder nur schwer quantifizierbare Faktoren bestimmt:
    - Gewinnaussichten
    - Kundenpotenzial
    - Qualität des Managements
    - Branchenbedeutung usw.
  - Der Goodwill wird nach dem Bilanzierungsstandard US-GAAP nicht planmäßig abgeschrieben, sondern jährlich (1. Oktober) auf seine Werthaltigkeit (Discounted Cash-Flow Verfahren) geprüft.
- AT&T gibt an, dass ein Rückgang der langfristigen Wachstumsrate der Cash-Flows oder der Umsätze um 0,5% keinen negativen Einfluss auf die Werthaltigkeit des Goodwill hat.



# Vermögen und Finanzen

- Ein Rückgang der fairen Werte, der für die Werthaltigkeit maßgeblichen Bewertungseinheiten von 10%, hätte ebenfalls keinen Einfluss, mit Ausnahme der Bewertungseinheit **Brasilien**, wo ein Rückgang von 7% einen negativen Einfluss hätte. Der Bewertungseinheit Brasilien ist ein Goodwill von USD 2,6 Mrd. zugeordnet.



# Vermögen und Finanzen

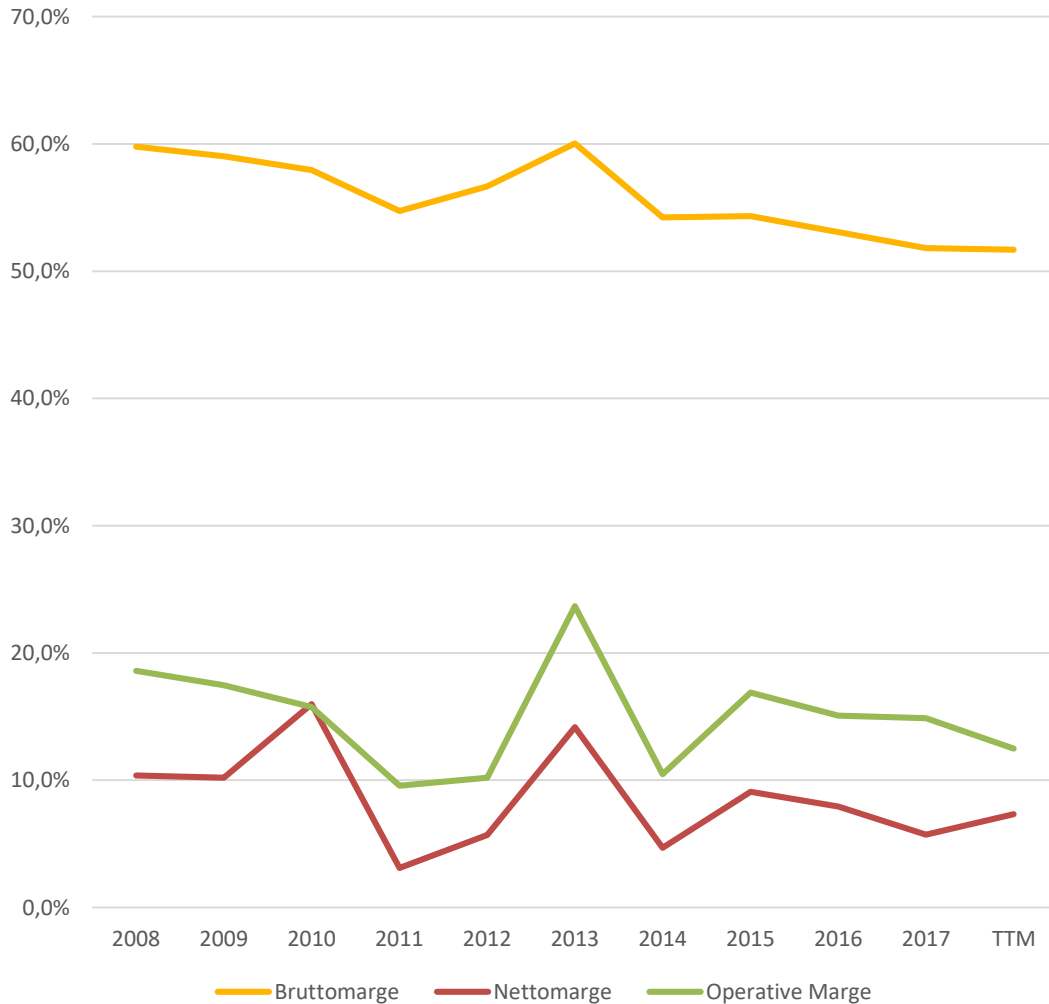
## FAZIT Finanz senf

- Finanzsenf sieht hohe Goodwills generell sehr kritisch und bereinigt beispielsweise die Eigenkapitalquote stets vollständig um den bilanzierten Goodwill.
- Im Fall von AT&T wird der **Goodwill** auf Grund seiner enormen Höhe als extrem kritisch und **bilanzielles Risiko** eingestuft.
- Der von AT&T bilanzierte Goodwill ist das **Ergebnis einer aggressiven Politik von Unternehmenszukäufen**.
- Durch den Kauf von **TimeWarner** hat sich der Goodwill um weitere **USD 38 Mrd.** erhöht, was etwas mehr als der gesamten Marktkapitalisierung des deutschen DAX-Wertes Fresenius entspricht! Wie bereits erläutert, wurde für den Erwerb von **DirectTV** im Jahr 2015 ein Goodwill von **USD 34,4 Mrd.** bezahlt.
- Der Goodwill wird **nicht planmäßig abgeschrieben**. Er kann jedoch nicht ewig in der Bilanz stehen bleiben und wird irgendwann in großem Umfang abgeschrieben werden müssen.
- Eine Abschreibung des Goodwill hätte u.a. einen negativen Einfluss auf die Höhe des Eigenkapitals. Die Eigenkapitalquote würde sinken, was eine **Verschlechterung von Kreditratings zur Folge** haben könnte. Die Refinanzierung könnte sich durch **höhere Zinsen** erschweren. Der Schuldendienst würde erschwert werden.





# Vermögen und Finanzen



## Margen

- Die Bruttomarge sinkt seit Jahren kontinuierlich, was auf den starken Wettbewerb zurückgeführt werden kann.
- Nettomarge\* und operative Marge liegen aktuell (TTM\*) leicht unter dem langjährigen Durchschnitt.

\*(2017 und TTM wurde um den einmaligen Sondereffekt in Höhe von USD 20,2 Mrd. aus der US-Steuerreform bereinigt.)

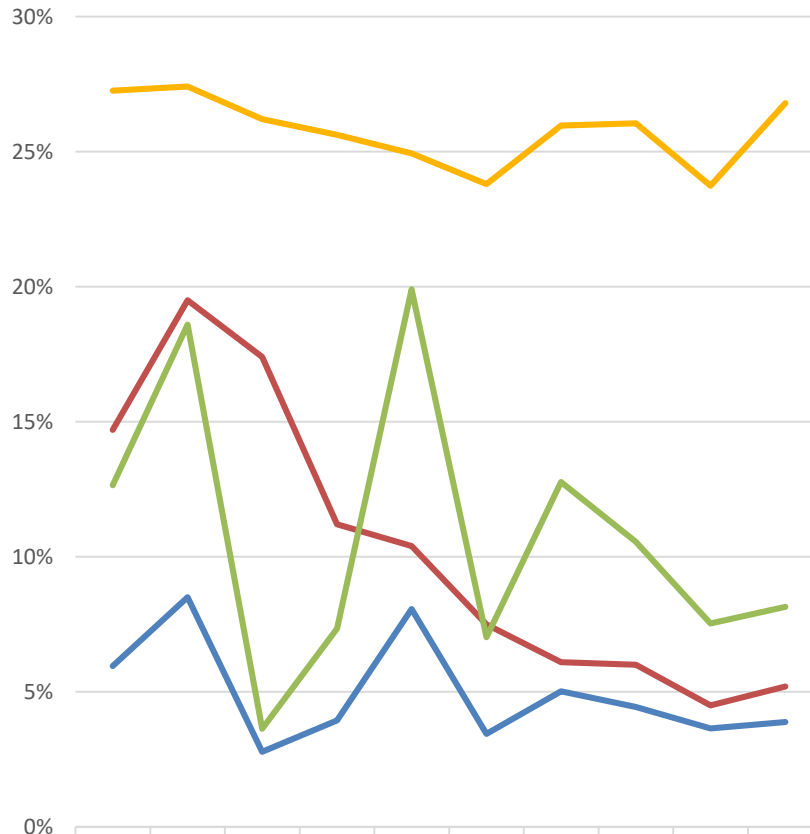


# Vermögen und Finanzen

## Kapitalrenditen

- Die Eigenkapitalrendite (ROE) und die Gesamtkapitalrendite (ROI) schwanken aufgrund schwankender Gewinne sehr stark und liegen aktuell unter dem langjährigen Durchschnitt.
- Die substanzielle Eigenkapitalquote (rot) sinkt seit Jahren als Folge von hohen Dividendenzahlungen und aggressiven Unternehmenszukaufen.

(2017 und TTM wurde um den einmaligen Sondereffekt in Höhe von USD 20,2 Mrd. aus der US-Steuerreform bereinigt.)



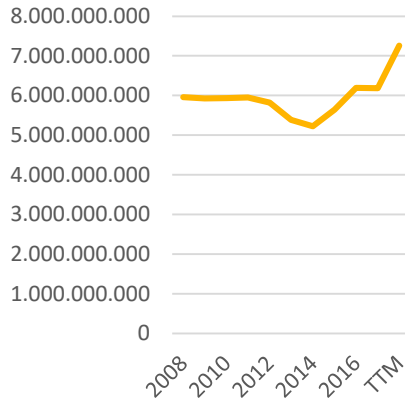
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TTM
Goodwill-Quote	27%	27%	26%	26%	25%	24%	26%	26%	24%	27%
EK-Quote (Substanz)	14,7%	19,5%	17,4%	11,2%	10,4%	7,5%	6,1%	6,0%	4,5%	5,2%
EK-Rendite (ROE)	12,6%	18,6%	3,6%	7,3%	19,9%	7,0%	12,8%	10,6%	7,5%	8,1%
GK-Rendite (ROI)	6,0%	8,5%	2,8%	3,9%	8,1%	3,4%	5,0%	4,4%	3,7%	3,9%



# Vermögen und Finanzen

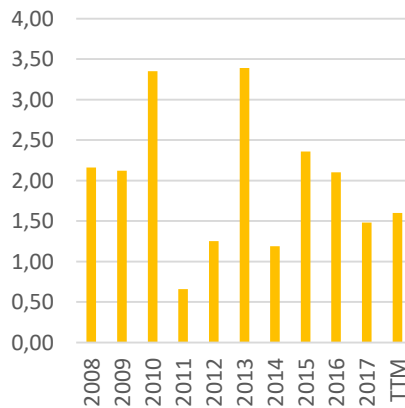
## Eigenkapital

Aktien im Umlauf



- In den Jahren 2012 bis 2014 wurden Aktien zurückgekauft.
- Mit dem Erwerb von Time Warner ist die Anzahl der Aktien im Umlauf wieder deutlich angestiegen. Dies bringt eine gestiegene Belastung für Dividendenzahlungen mit sich.

Gewinn/ Aktie

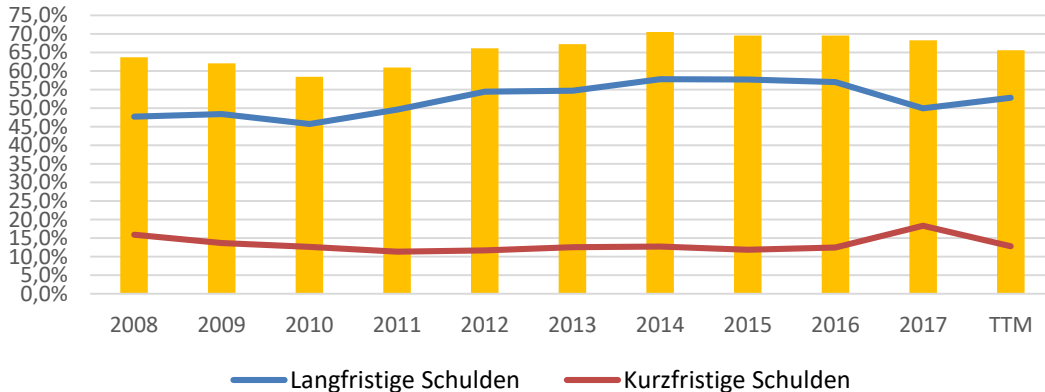


- Der Gewinn pro Aktie schwankt verhältnismäßig stark.
- Für **2018** wird ein Gewinn von mindestens **USD 3,50/ Aktie** erwartet.
- Das Jahr 2017 und TTM (=Q3/2017-Q2/2018) sind um den einmaligen Steuerertrag in Folge der US-Steuerreform bereinigt.

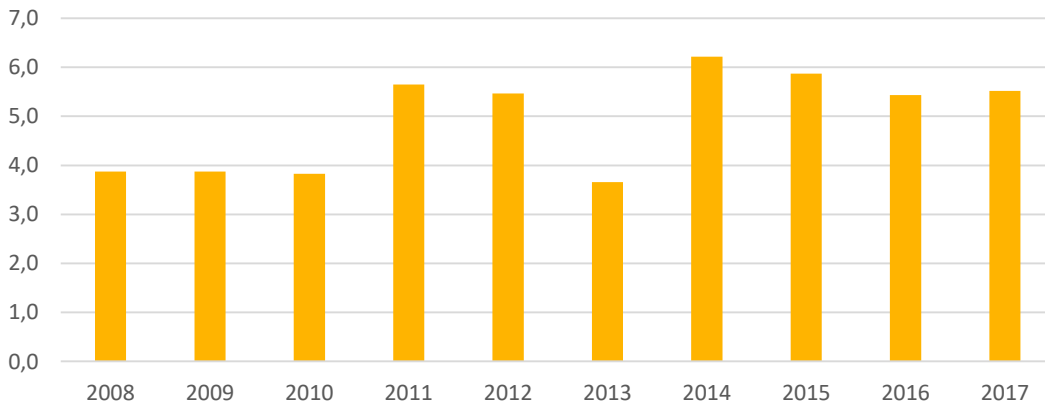


# Vermögen und Finanzen

Verschuldung (% der Bilanzsumme)



Verschuldung (NetDebt-to-EBITDA)



## Fremdkapital

- Die Verschuldung hat sich mit dem Erwerb von TimeWarner weiter erhöht. So stiegen die langfristigen Finanzschulden von USD 125,9 Mrd. auf USD 168,5 Mrd.
- Finanzsenf berücksichtigt anders als AT&T bei der Ermittlung der Nettoverschuldung im Verhältnis zum EBITDA auch die langfristige Steuerrückstellungen, Pensionsansprüche sowie andere langfristige Schulden. Das Verhältnis NetDebt-to-EBITDA ist deutlich höher als, dass von AT&T errechnete. Zum 30.06.2018 (TTM) kann mangels sinnvoller Daten kein Wert ermittelt werden.



# Vermögen und Finanzen

- AT&T gibt für das 2. Quartal 2018 (inkl. Time Warner) eine Verschuldung von **2,9** an (**NetDebt-to-EBITDA** - Langfristige Finanzschulden im Verhältnis zum EBITDA). Dieser Wert soll bis Ende 2019 auf **2,5** sinken.
- Erst ein Wert von 3,5 wird von AT&T als kritisch betrachtet. Ein solcher Wert würde das aktuelle Kreditrating von AT&T gefährden.
- AT&T gibt den durchschnittlichen Zinssatz der langfristigen Finanzverbindlichkeiten zum 31.12.2017 mit 4,4% (Vorjahr: 4,2%). Der Halbjahresabschluss zum 30.06.2018 (inkl. Vermögen und Schulden von Time Warner) enthält keine Angabe diesbezüglich.

## FAZIT Finanz senf

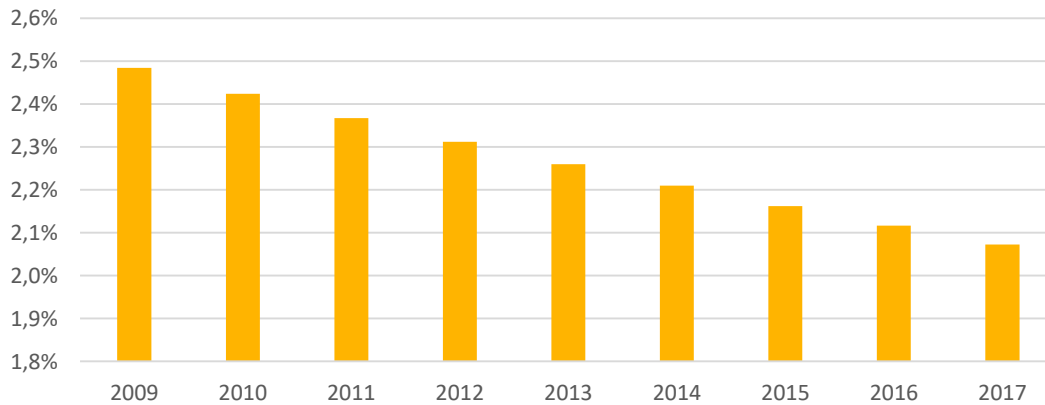
- Das von AT&T errechnete Verschuldungslevel von 2,9 NetDebt-to-EBITDA ist ein tragfähiger Wert. AT&T klammert dabei jedoch die sonstigen langfristigen Schulden in Höhe von USD 114 Mrd. (u.a. Pensionsverpflichtungen und Steuerrückstellungen) aus und lässt die Verschuldung dadurch deutlich niedriger erscheinen.
- Finanzsenf sieht die hohe Verschuldung kritisch, jedoch nicht als unmittelbares Risiko, solange das operative Geschäft auf konstantem Niveau gehalten wird.



# Dividende

Gewichtung	Kriterium	Wert	Score
10,0%	Rendite	5,95%	5 / 5
15,0%	Kontinuität	34 Jahre	5 / 5
15,0%	Stabilität	34 Jahre	5 / 5
40,0%	Ausschüttungsqualität		4 / 5
20,0%	Wachstum	HD 3 J. (50%)	2 / 5
		HD 10 J. (50%)	2 / 5
<b>Dividenden-Score</b>			<b>4,0 / 5</b>

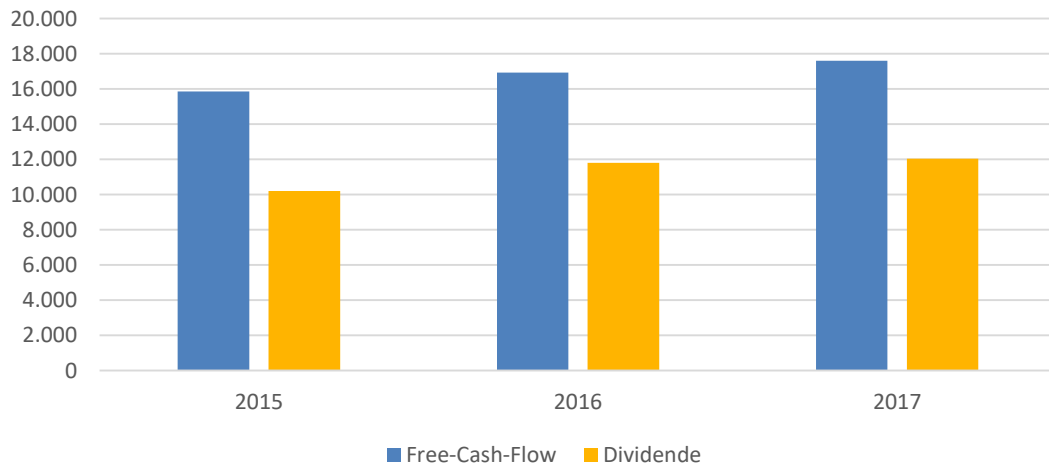
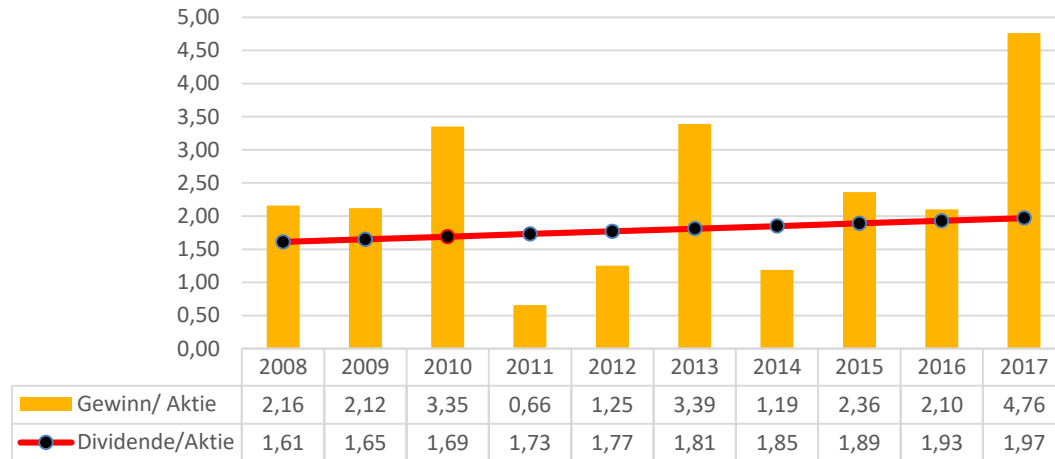
Dividenden-Wachstum



- AT&T erhöht die Dividende nun schon seit 34 Jahren ohne Unterberechnung und ist damit ein lupenreiner **Dividendenaristokrat**.
- Die Dividende wird quartalsweise gezahlt.
- Das durchschnittliche **Dividendenwachstum** liegt seit Jahren bei etwas mehr als 2%. Das kann als schwach bezeichnet werden.
- Der FINANZSENF-Dividenden-Score liegt aktuell mit **4,0/5** im oberen, grünen Bereich.



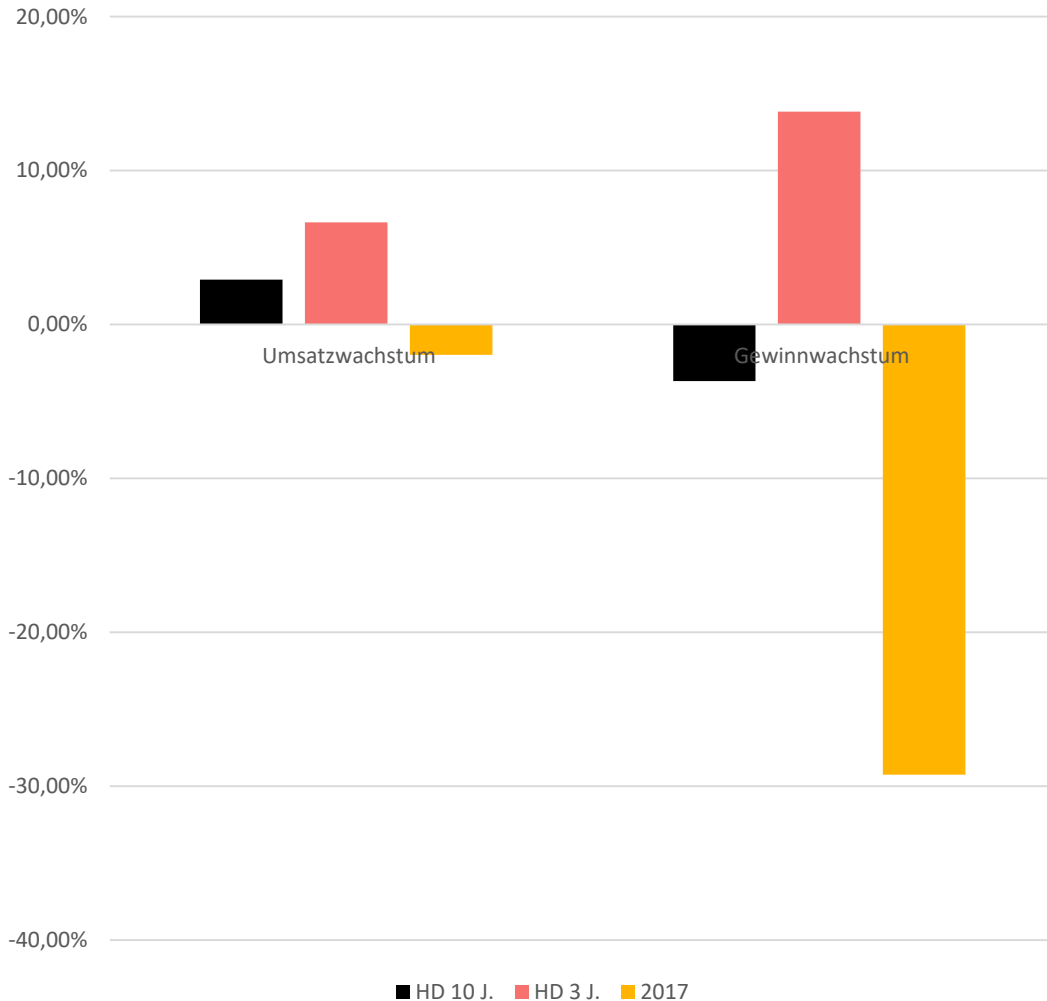
# Dividende



- Der Gewinn pro Aktie ist für Ermittlung der Ausschüttungsquote bei AT&T eher ungeeignet. Im Jahr 2017 enthält der Gewinn den Effekt der US-Steuerreform.
- Der Free-Cashflow (Operativer Cashflow minus Capex) zeigt, dass die Dividende zu 68% vom Free-Cashflow gedeckt ist.
- Mit WarnerMedia sollte sich der Free-Cashflow um ca. USD 4,5-5 Mrd. p.a erhöhen, während eine TimeWarner-Dividende getragen werden muss.



# Wachstumsanalyse



- Blendet man den einmaligen Steuerertrag aus der US-Steuerreform im Jahr 2017 aus, ergibt sich ein trübes Bild.
- Der Umsatz ging 2017 um 2% zurück, das EBIT um 3,4% und der Gewinn um 29,3%.
- Auf 10-Jahressicht konnten die Umsatzerlöse um 2,91% p.a. zulegen, während der Gewinn im Schnitt um 3,7% p.a. zurück geht.
- Auf 3-Jahressicht wird der Effekt der Akquisitionen (u.a. DirecTV) sichtbar, der die langfristige Entwicklung überlagert.





# Prognose und Ausblick

## Prognose

- Das AT&T Management erwartet für das Geschäftsjahr 2018 unter Berücksichtigung der US-Steuerreform einen angepassten Gewinn pro Aktie (EPS) von mindestens USD 3,50.
- Der Free Cash-Flow soll auf mindestens USD 21 Mrd. steigen und die Ausschüttungsquote bezogen auf den Free Cash-Flow im unteren 60%-Bereich liegen.

## Ausblick

- Die Verschuldung soll bis Ende 2019 auf etwa 2,5fache (aktuell: 2,9) des EBITDA sinken. Bis Ende 2022 will man wieder auf das historische Durchschnittsniveau der Verschuldung zurückkehren.



# Chancen und Risiken

## Chancen

- Der Erwerb von Time Warner kann Synergien heben, das Wachstum beleben sowie die Margen verbessern.
- AT&T dominiert zusammen mit Verizon den US-Mobilfunkmarkt und kann aufgrund von Kostenvorteilen andere Wettbewerber fern halten.
- Der Ausbau des neuen Mobilfunkstandards 5G bietet neue Möglichkeiten („Internet of Things“) für Umsatzwachstum.

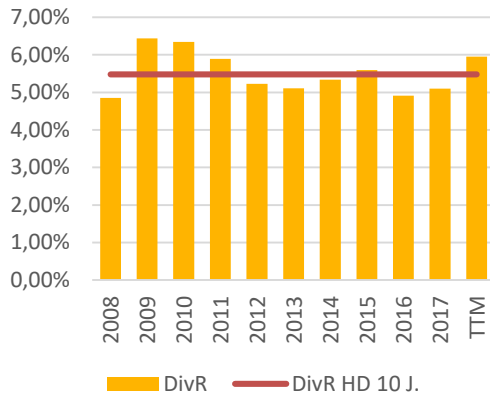
## Risiken

- Hohe Verschuldung und hohe bilanzierte Geschäfts- und Firmenwerte.
- Intensiver Wettbewerb im Mobilfunk-Segment beeinträchtigt das Umsatzwachstum und erhöht den Druck auf die Margen.
- DirecTV verliert permanent Kunden, die nicht ausreichend kompensiert werden können.
- DirecTV now ist im Vergleich zum Streaming-Marktführer Netflix aktuell schlecht positioniert.
- Die Integration von Time Warner bringt nicht die erhofften Synergie- und Wachstumseffekte.

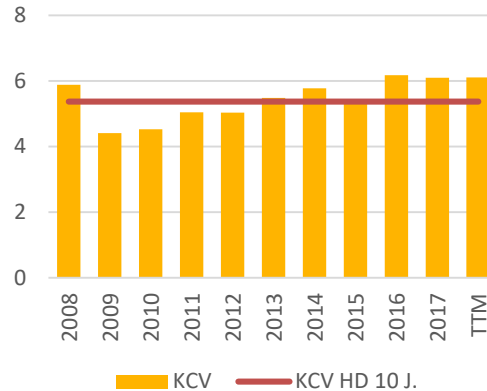


# Bewertung

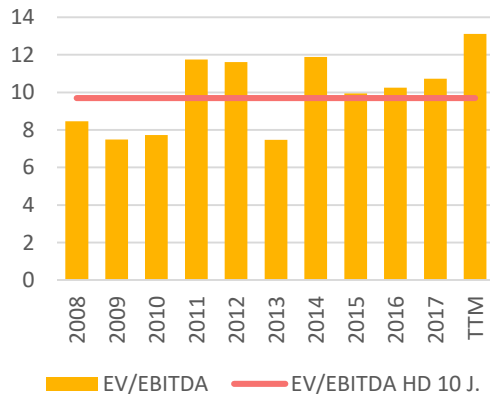
## Dividendenrendite



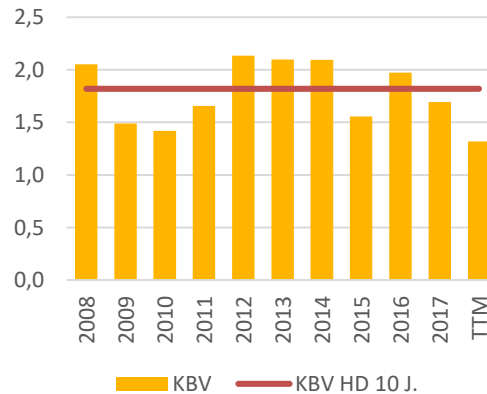
## KCV



## EV/EBITDA



## KBV



- Die Bewertung anhand der historischen Dividendenrendite und des historischen KBV deutet auf eine Unterbewertung.
- Die Bewertung anhand von historischen KCV und historischen EV/EBITDA deutet auf eine Überbewertung, wobei das EBITDA nur 16 Tage des neuen Segments WarnerMedia enthält.

TTM = Datenbasis 30.06.2018



# Bewertung

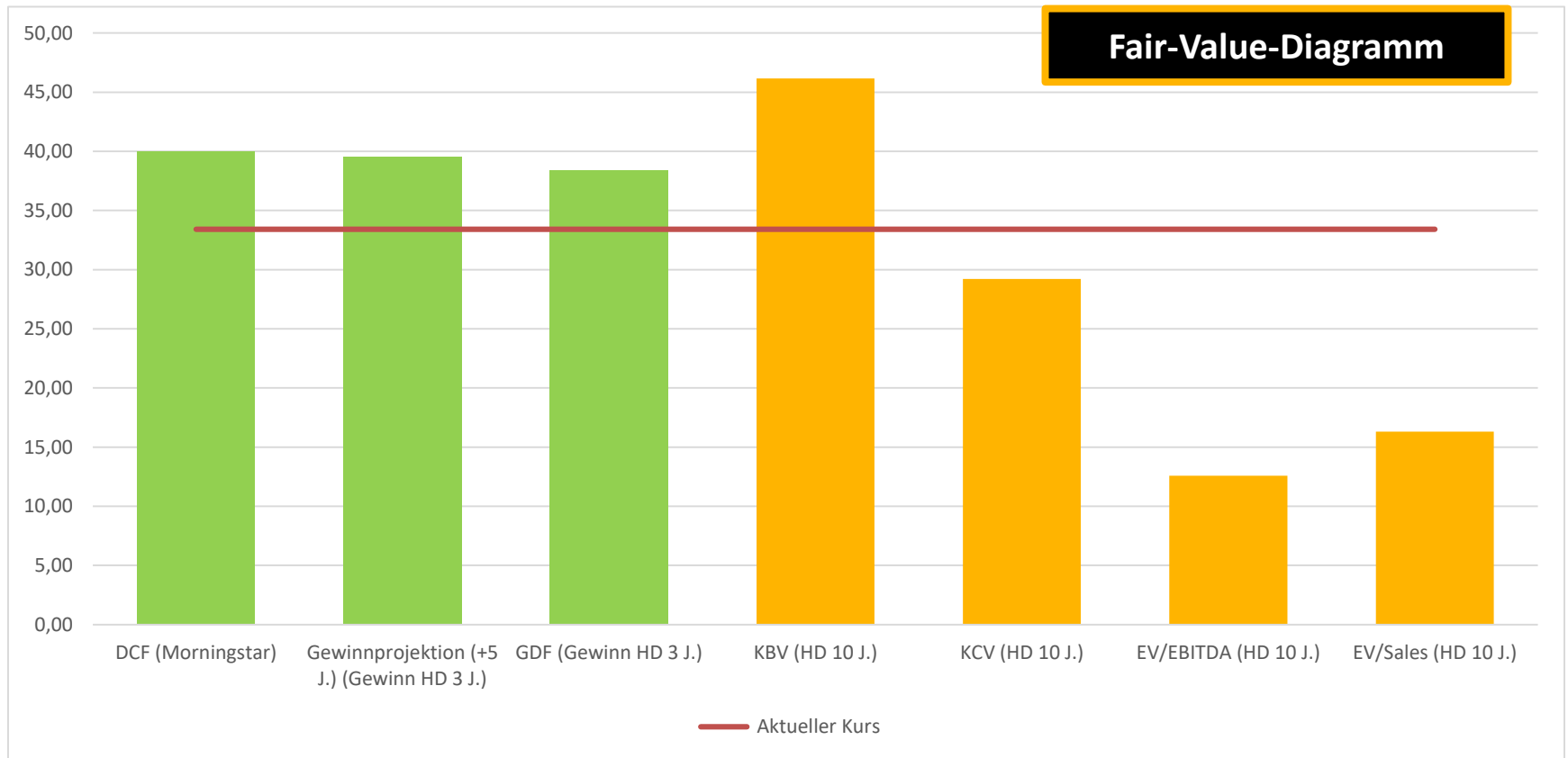
Unternehmen	MK in Mrd. USD	Operative Marge (TTM)	Umsatzwachstum (CAGR 3 Jahre)	Verschuldungsgrad	EV/EBIT	eKGV	eDiv. Rendite
AT&T	242,7	14,9%	6,6%	92,0%	17,5	9,2	5,98%
Verizon	227,1	21,7%	-0,3%	210,0%	13,7	11,5	4,38%
Comcast	165,3	21,3%	7,1%	88,0%	11,8	12,9	2,11%
Netflix	161,9	9,8%	28,6%	186,0%	127,9	84,8	0,00%
T-Mobile US	57,5	11,9%	11,2%	52,0%	13,7	17,9	0,00%

Quelle: morningstar.com, 13.09.18 / Angaben ohne Gewähr.

- AT&T erscheint aufgrund des erwarteten KGV und der erwarteten Dividendenrendite günstig bewertet.
- Auf Basis des Verhältnisses EV/EBIT erscheinen die Mitbewerber (Ausnahme Netflix) günstiger bewertet.



# Bewertung



Werte in USD

Dargestellt wird der aktuelle Kurs (rote Linie) im Zeitpunkt der Analyse. Die Säulen stellen mögliche faire Werte auf Basis des jeweiligen Bewertungsverfahrens dar. Bitte beachten Sie die weiteren [Hinweise und Erläuterungen](#) hierzu.



# Bewertung

Zukunftsorientierte Bewertung	USD 38,38
Vergangenheitsorientierte Bewertung	USD 32,76
<b>Fairer Wert von Finanzsenf</b>	<b>USD 35,00</b>

- Die zukunftsorientierten Bewertungsverfahren kommen im Mittel (Median) auf einen fairen Wert von USD 38,38 bei einem angenommenen Gewinnwachstum von 2% (Ausnahme „DCF Morningstar“)
- Die vergangenheitsorientierten Bewertungsverfahren kommen im Mittel (Median) auf einen fairen Wert von USD 32,76.
- Es ergibt sich eine Spanne für den fairen Wert von ca. USD 33-38.
- **AT&T ist nach Meinung von Finanzsenf aktuell fair bewertet.**



# Fazit

- AT&T ist ein Unternehmen, das sich in Branchen mit traditionell intensiven Wettbewerb behaupten muss und gleichzeitig von disruptiven Geschäftsmodellen (Netflix, Amazon Prime Video & Co.) herausgefordert wird.
- Das AT&T Management versucht diesen Herausforderungen mit einer aggressiven Politik von Unternehmenszukaufen zu begegnen. Die bislang von CEO Stephenson getätigten Zukäufe erfolgten alle zu überhöhten Kaufpreisen und zeugen von einer gewissen Verzweiflung des Managements.
- Mit dem Erwerb von Time Warner verwandelt sich AT&T in ein Medien-Konglomerat, was an der effektiven Weiterentwicklung von WarnerMedia zweifeln lässt. Den erhofften Synergieeffekten stehen hohe Anstrengungen und Aufwendungen für die vollständige Integration in den AT&T Konzern gegenüber.
- Die aktuelle Preis- und Produktpolitik im schwächeren Segment Entertainment wird als unzureichend bewertet. Die von Time Warner erworbenen Premium-Inhalte müssen besser in das bestehende Produktportfolio integriert werden, um ein attraktives Gegenangebot zu Netflix & Co darstellen zu können. Die AT&T-„Bundle“-Strategie entspricht m.E. nicht den Wünschen der jungen US-Konsumenten.



# Fazit

- Die Dividende ist attraktiv, operativ gut abgesichert und sollte es mittelfristig auch bleiben.
- Die langfristige Entwicklung von AT&T wird stark davon abhängen, wie gut es gelingen wird, WarnerMedia zu integrieren und gleichzeitig attraktive Angebote für Kunden zu schaffen, ohne die Umsätze in anderen Segmenten zu kannibalisieren.
- Es ist aktuell nicht erkennbar, dass sich das Umsatz- und Gewinnwachstumsprofil von AT&T durch den Erwerb von Time Warner wesentlich verändern wird.
- AT&T erreicht beim Finanzsenf-Unternehmensqualitäts-Score nur 65%.
  - Die zu geringe substanzielle Eigenkapitalquote, die schwache Umsatz- und Gewinnentwicklung der letzten 10 Jahre sowie das nach Meinung von Finanzsenf schlechte Management wirken sich dabei negativ aus.
- AT&T ist nach Meinung von Finanzsenf aktuell fair bewertet. Aufgrund der unzureichenden Unternehmensqualität wird ein Neueinstieg nur mit hoher Sicherheitsmarge angeraten.





# Finanzsenf-Newsletter

Ihnen hat die Finanzsenf-Aktienanalyse gefallen?

Dann abonnieren Sie doch jetzt den kostenlosen Finanzsenf-Newsletter und verpassen Sie keine Analyse mehr

**JETZT Newsletter abonnieren  
und hier klicken**

bzw. alternativ diese URL in ihren Browser kopieren:

<http://eepurl.com/dl8hcz>

oder direkt zu

<https://www.finanzsenf.de>



**FINANZSENF.DE**

# Offenlegung von Interessenkonflikten

**Der Ersteller der Analyse oder ihm nahestehende Personen stehen in keiner vertraglichen Beziehung zu dem analysierten Unternehmen und sind auch nicht anderweitig für das Unternehmen tätig.**

**Der Ersteller der Analyse hält keine Aktien des analysierten Unternehmens.**



# Abkürzungsverzeichnis

- AFFO... Adjusted Funds from Operations
- BW ... Buchwert
- CF ... Cashflow
- CAGR ... Compound Annual Growth Rate
- DDM ... Dividend Discount Model
- Div ... Dividende
- eDiv ... erwartete Dividende
- EK ... Eigenkapital
- EPRA ... European Public Real Estate Association
- F&E ... Forschung & Entwicklung
- FFO ... Funds from Operations
- GDF... Graham-Dodd-Formular (Graham-Dodd-Formel)
- Gj. ... Geschäftsjahr
- GK ... Gesamtkapital
- HD ... Historischer Durchschnitt
- Histor. ... historisch
- J. ... Jahre
- KBV... Kurs-Buchwert-Verhältnis
- KCV ... Kurs-(operativer) Cashflow-Verhältnis
- KGV... Kurs-Gewinn-Verhältnis
- KUV ... Kurs-Umsatz-Verhältnis
- LTV ... Loan-to-Value
- MK ... Marktkapitalisierung
- PEG ... Kurs-Gewinn-Wachstums-Verhältnis
- ROA ... Return on Assets (Gesamtkapitalrendite)
- ROE ... Return on Equity (Eigenkapitalrendite)
- TTM .. Trailing Twelve Months
- WACC... Weighted Average Cost of Capital



# Quellen

- <https://www.broadbandtvnews.com/2018/03/12/us-pay-tv-revenues-to-fall-by-27-billion/>
- <https://seekingalpha.com/article/4201159?source=ansh>
- <http://www.digitaltvnews.net/?p=31065>
- <https://seekingalpha.com/article/4198493?source=ansh>
- <http://scienceman.com/blog/?p=60>
- <https://de.statista.com/infografik/9750/tv-und-internet-nutzung-pro-kopf-weltweit/>
- <https://www.statista.com/chart/15224/daily-tv-consumption-by-us-adults>
- <https://www.nasdaq.com/de/symbol/t/ownership-summary>
- <https://www.warnerbros.com/studio/about/company-overview>
- <https://www.investopedia.com/articles/insights/052516/top-4-att-shareholders-t.asp>
- <http://turnertv.de/company/>
- <https://www.reviews.org/internet-service/best-internet-service-providers/>
- <https://www.statista.com/statistics/283513/arpu-top-wireless-carriers-us/>
- <https://meedia.de/newsline-detail/usa-generationskonflikt-im-tv-konsum/>
- <https://investors.att.com/~media/Files/A/ATT-IR/financial-reports/annual-reports/2017/complete-2017-annual-report.pdf>
- <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/us-mobilfunker-at-t-zahlt-fast-50-milliarden-dollar-fuer-pay-tv-a-970135.html>
- [https://www.directvnow.com/thegoodstuff2?aa\\_ref=https://www.google.de/#premiums-on-deck](https://www.directvnow.com/thegoodstuff2?aa_ref=https://www.google.de/#premiums-on-deck)
- <https://www.zeit.de/wirtschaft/unternehmen/2016-10/time-warner-att-medienfusion-usa>
- <https://www.directv.com/DTVAPP/content/packages/overview?lpos=Header:4>
- [https://de.wikipedia.org/wiki/Over-the-top\\_content](https://de.wikipedia.org/wiki/Over-the-top_content)
- <https://www.statista.com/chart/15224/daily-tv-consumption-by-us-adults/>
- <https://www.att.com/techbuzz/trending-now/watchtv-a-new-way-to-stream-entertainment-from-att/>
- <http://blog.andolasoft.com/2018/01/strategy-makes-enterprise-mobile-app-development-easy.html>
- <https://www.digitaltrends.com/movies/netflix-cost-pricing-plan-breakdown/>
- <https://www.economist.com/business/2018/02/24/the-spoils-from-american-corporate-tax-reform-are-unevenly-spread>
- <https://uk.pcmag.com/feature/96373/the-fastest-isps-of-2018>
- <https://www.reviews.com/internet-service-providers/>
- <https://www.welt.de/wirtschaft/article145411172/Der-verheerende-wirtschaftliche-Abstieg-Brasiliens.html>
- <https://investors.att.com/>
- <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/netzwirtschaft/at-t-kauft-time-warner-fuer-85-milliarden-dollar-14493919.html>
- <https://www.youtube.com/watch?v=2DG3pMcNNlw>
- <https://uk.pcmag.com/feature/96373/the-fastest-isps-of-2018>
- <https://investors.att.com/financial-reports/quarterly-earnings/2018>



# Quellen

- Morningstar.com (Rohdaten)
- Ariva.de (historische Kurse)
- Wikipedia

