

NACHHALTIGKEIT DER GEWINN- ENTWICKLUNG

Reflexion Albin Kistler AG

Dezember 2024

Die Fähigkeit eines Unternehmens, seine Gewinnkraft nachhaltig zu steigern, ist ein zentrales Qualitätsmerkmal hervorragender Unternehmen. Warum dies so ist und welche Aspekte dabei besondere Aufmerksamkeit verdient haben, beleuchten wir in der vorliegenden Studie anhand konkreter Beispiele.

NACHHALTIGKEIT DER GEWINNENTWICKLUNG

In der langen Frist widerspiegelt der Aktienkurs die Gewinnentwicklung eines Unternehmens. Kurzfristig wird dieser Grundsatz zwar regelmässig von positiven oder negativen Übertreibungen überlagert, behält aber über den Zeitraum von Jahrzehnten seine Gültigkeit. An der Börse hingegen schwankt die von der menschlichen Psyche beeinflusste Stimmung regelmässig zwischen Hoffnungslosigkeit und grenzenloser Euphorie und zieht dadurch zeitweise erratisch anmutende Kurschwankungen nach sich. Langfristig vermag sich der Aktienkurs aber nur selten von der operativen Unternehmensentwicklung zu entkoppeln. Früher oder später widerspiegelt die Börse den intrinsischen Wert eines Unternehmens.

Qualitätsattribut exzellenter Unternehmen

Die Beurteilung der langfristigen Gewinnentwicklung nimmt konsequenterweise eine zentrale Rolle in der Unternehmensanalyse ein. Die Fähigkeit eines Unternehmens, seine Gewinne nachhaltig zu steigern, gehört zu denjenigen Qualitätsattributen, die wir in einer investitionswürdigen Aktie suchen. In Kombination mit einer guten Unternehmensführung, Marktführerschaft, einer wertschaffenden Kapitalrendite und einer konservativen Finanzierung verfügt eine solche Firma über die besten Voraussetzungen einer langfristigen attraktiven Anlage.

Naturgemäss unterliegen Schätzungen über einen langen Betrachtungshorizont hoher Unsicherheit und müssen zeitweise revidiert werden. Eine strukturierte Herangehensweise hilft dabei, den entscheidenden Aspekten die nötige Aufmerksamkeit zukommen zu lassen und gleichwohl zu einer fundierten Einschätzung zu gelangen. Die folgenden Aspekte verdienen es unserer Ansicht nach, in die Beurteilung einzufließen.

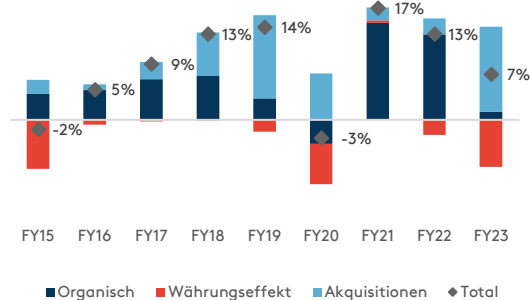
Wachstumsaussichten

Ausgangspunkt bei der Einschätzung der Gewinnaussichten eines Unternehmens bildet sinnvollerweise die Beurteilung des langfristigen Umsatzwachstums. Hierfür gilt es, sich zum einen ein Bild über das Wachstum der vom Unternehmen adressierten Märkte zu machen. Wenig überraschend ist

es, dabei festzustellen, dass Wachstum leichter fällt, wenn die zugrundeliegenden Märkte attraktive Wachstumsraten aufweisen, ganz nach dem Motto «Die Flut hebt alle Boote». Zum anderen ist die Wettbewerbsintensität in wachsenden Märkten oftmals geringer als in stagnierenden oder sogar schrumpfenden Märkten, in welchen unter Umständen mit Preisnachlässen und Promotionen um Marktanteile gekämpft wird. Entscheidend ist allerdings, langfristig unterstützende, strukturelle Wachstumstreiber von kurzfristigen, zyklischen Effekten zu unterscheiden. Eine nicht ganz einfache Aufgabe, denn oftmals stellen sich vermeintlich strukturelle Trends im Nachhinein als überwiegend zyklische Entwicklungen heraus. Ein oft genannter struktureller Trend ist beispielsweise der demographische Wandel (alternde Bevölkerung), der u. a. für Unternehmen aus der Medizintechnik unterstützend wirkt. Zwei in der Schweiz gut bekannte Unternehmen, die in den nächsten Jahrzehnten von dieser Entwicklung profitieren dürften, sind z. B. Sonova (Hörgeräte) und Straumann (Zahnimplantate).

Nebst der Partizipation an strukturell wachsenden Märkten kann ein Unternehmen auch durch Marktanteilsgewinne, d. h. zu Lasten anderer Marktteilnehmer, wachsen. Dieser Wachstumspfad hat zum einen den Vorteil, dass er unabhängig vom zugrundeliegenden Marktwachstum beschritten werden kann und damit relativ unabhängig vom vorherrschenden Wirtschaftsklima ist. Zum anderen liegt es in der Kontrolle des einzelnen Unternehmens, durch erfolgreiche Wettbewerbsstrategien seinen Marktanteil auszubauen. Als Beispiel für eine erfolgreiche Umsetzung dieser Wachstumsstrategie kann Sika angeführt werden. Dem Schweizer Spezialitätenchemieunternehmen, das grossmehrheitlich Produkte für die Bauindustrie herstellt, gelingt es seit Jahren, seinen Marktanteil im fragmentierten globalen Bauchemiemarkt kontinuierlich auszubauen. Dies nicht zuletzt dank der durchdachten und vorbildlich umgesetzten Akquisitionsstrategie, die allein in den Jahren 2019–23 zu beinahe 20 Übernahmen geführt hat und damit das organische Wachstum aus eigener Kraft bestens ergänzt.

Abb. 1: Sika – Jährliches Umsatzwachstum



Quelle: Sika, eigene Darstellung.

Stösst das Wachstum im Heimmarkt langsam an seine Grenzen, wagen Unternehmen oftmals den Gang ins Ausland. Dies trifft auch auf Emmi zu. Aufgrund des bereits hohen Marktanteils im nur langsam wachsenden Heimmarkt fiel es dem grössten Schweizer Milchverarbeiter zunehmend schwer, attraktive Wachstumsraten aufzuweisen. Aus diesem Grund hat Emmi bereits vor der Jahrtausendwende damit begonnen, schrittweise ausländische Märkte zu erschliessen und damit das Wachstum auf Gruppenstufe zu unterstützen. Dieser umsichtige Ausbau des Auslandsgeschäfts war grossmehrheitlich eine Erfolgsgeschichte und hat dazu geführt, dass Emmi mittlerweile nur noch rund 40% seines Umsatzes in der Schweiz erzielt.

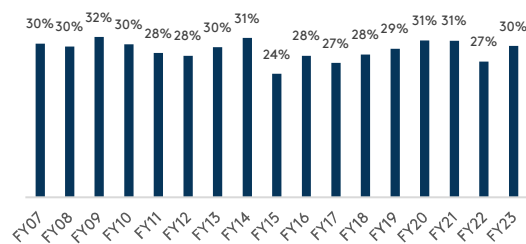
Margenentwicklung

Nebst der Beurteilung der langfristigen Wachstumsaussichten gilt es der Entwicklung der operativen Marge eine hohe Aufmerksamkeit zu schenken. Gefragt ist nicht Wachstum um jeden Preis, sondern profitables Wachstum. Zwar gibt es Situationen, in denen ein Unternehmen beispielsweise zur Gewinnung von Marktanteilen während einer begrenzten Zeit bewusst auf Profitabilität verzichtet, ab einem gewissen Punkt muss allerdings die operative Marge in den Fokus rücken. Nebst dem absoluten Niveau gilt es besonders dem Trend und der Stabilität der operativen Marge Beachtung zu schenken.

Ein Unternehmen mit einem beachtlichen Leistungsausweis in Bezug auf seine operative Marge ist Geberit. Der europäische Marktführer für Sanitärprodukte verfügt über eine hervorragende operative Effizienz, was es dem Unternehmen erlaubt, bemerkenswert hohe operative Margen zu erzielen.

Darüber hinaus besticht das Geschäftsmodell durch eine beeindruckende Flexibilität, was es dem Unternehmen ermöglicht, in Phasen rückläufiger Umsätze die Kostenbasis zeitnah anzupassen und damit die Margen zu schützen. Dadurch ist es Geberit gelungen, seit Jahrzehnten für eine Industriefirma ungewöhnlich hohe EBITDA-Margen zu erzielen, die mehrheitlich innerhalb der engen Bandbreite von 28–30% zu liegen kamen. Einzig im aussergewöhnlichen Jahr 2015, als die Schweizerische Nationalbank überraschend den Euro-Mindestkurs aufhob, erlitt Geberit einen deutlichen Margenrückgang.

Abb. 2: Geberit – Entwicklung der EBITDA-Marge



Quelle: Geberit, eigene Darstellung.

Risiken

Hat man sich ein Bild von den langfristigen Wachstumsaussichten und der voraussichtlichen operativen Margenentwicklung eines Unternehmens gemacht, gilt es die Aufmerksamkeit auf mögliche Risiken zu lenken. Aufgrund des langen Betrachtungszeitraums ein nicht einfaches Unterfangen. Entsprechend wichtig ist es, den Fokus auf diejenigen Risiken zu legen, die entweder grosse Auswirkungen auf die Unternehmensentwicklung haben können oder denen eine hohe Eintrittswahrscheinlichkeit attestiert wird.

Besonders schwerwiegend und schwierig einzuschätzen sind Risiken, die in Zusammenhang mit politischen Entscheidungen und Subventionen stehen. Ein eindrückliches Negativbeispiel, das zeigt, welche Auswirkungen es haben kann, wenn sich solche Risiken materialisieren, ist Meyer Burger. Der Hersteller von Solarmodulen ist in einer – vor dem Hintergrund der zunehmenden Dekarbonisierungsbestrebungen – vermeintlich zukunfts-trächtigen Branche tätig, hat sich aber dennoch in eine hoffnungslose Lage manövriert. Das Unternehmen ist mit seinen westlichen Solarmodulen

gegenüber den günstigeren chinesischen Herstellern schlicht nicht mehr konkurrenzfähig. Insbesondere seit sich der chinesische Markt in Folge der dortigen Wirtschaftsschwäche eingetrübt hat, hat der Preiszerfall nochmals deutlich zugenommen. Schliesslich blieb nur noch die Hoffnung auf politischen Beistand in der Form von Subventionen, um weiterhin an den ostdeutschen Produktionsstandorten festhalten zu können. Seit sich diese Hoffnung zerschlagen hat, steht das Unternehmen kurz vor der Insolvenz und hat seinen Investoren einen nahezu vollständigen Kapitalverlust beschert.

Abb. 3: Meyer Burger – Aktienkursentwicklung



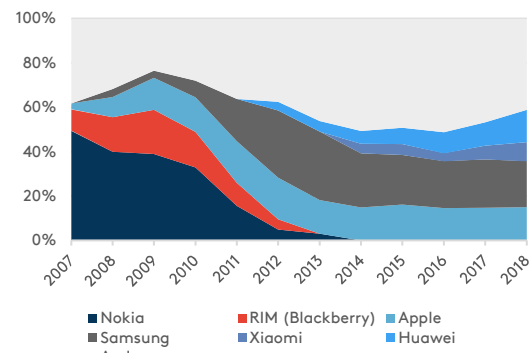
Quelle: SIX, eigene Darstellung.

Höchste Aufmerksamkeit gilt es überdies möglichen disruptiven Veränderungen zukommen zu lassen. Damit sind tiefgreifende Veränderungen gemeint, die das Marktgefüge völlig verändern können. Sie haben das Potenzial, ein bestehendes Geschäftsmodell grundlegend in Frage zu stellen und können sich daher auf ein Unternehmen existenzgefährdend auswirken. Entsprechend wichtig ist es, Disruptionsrisiken frühzeitig zu erkennen und richtig einzuschätzen.

Als Beispiel sei die Entwicklung des Smartphones in Erinnerung gerufen. Das in unserem Alltag mittlerweile omnipräsente Gerät hat mit der Markteinführung des iPhones im Jahr 2007 stark an Bedeutung gewonnen und gleichzeitig zu einem drastischen Umbruch im Markt für Mobiltelefone geführt. Während sich der Wettbewerb vor der Smartphone-Ära über den Preis und die Verbesserungen in Bereichen wie der Kamera oder der Gerätegrösse abspielte, gerieten mit dem Smartphone plötzlich andere Aspekte in den Fokus. Ein innovatives Betriebssystem in Kombination mit einem kapazitiven Touchscreen setzte einen neuen Standard in Bezug auf die Benutzerfreundlichkeit und hob

das iPhone deutlich von den damals dominierenden Mobiltelefonen ab. Dies hat in nur fünf Jahren zum Niedergang der ehemaligen Branchengrössen Nokia und RIM (Blackberry) geführt und die Marktstruktur vollständig umgekrempelt. Noch im Jahr 2007 galt Nokia mit einem globalen Marktanteil von beinahe 50% als der unbestrittene Marktführer. Das Unternehmen hat die disruptive Kraft der neu lancierten Smartphones aber sträflich unterschätzt und damit seinen Niedergang eingeläutet. Das Ausruhen auf der erfolgreichen Vergangenheit und der zu starke Fokus auf kurzfristige Ergebnisse ging zu Lasten der Innovationskraft. Dies hat es Nokia verunmöglicht, das vom Smartphone ausgehende Disruptionsrisiko frühzeitig zu erkennen und auf die sich abzeichnenden Entwicklungen rechtzeitig zu reagieren. Schliesslich blieb dem Unternehmen keine andere Wahl mehr als den Geschäftsbereich im Jahr 2013 an Microsoft zu verkaufen.

Abb. 4: Mobiltelefone – Weltweite Marktanteile



Quelle: Statista, eigene Darstellung.

Konfidenz

Da Prognosen über einen langen Betrachtungshorizont einer besonders hohen Unsicherheit unterliegen, gilt es eine gewisse Demut walten zu lassen. Zwar hilft eine strukturierte Vorgehensweise, die entscheidenden Aspekte in die Beurteilung miteinfließen zu lassen und dadurch zu einer fundierten Einschätzung zu gelangen. Nichtsdestotrotz gilt es sich den Blickwinkel der Unsicherheit in Erinnerung zu rufen. Naturgemäss unterliegen zwar alle Prognosen einer gewissen Unsicherheit, diese variiert allerdings in ihrem Ausprägungsgrad. Nicht alle Prognosen sind gleich unsicher, was in die Betrachtung mit einfließen muss.

Ein Hinweis auf die Prognosesicherheit oder Konfidenz kann die Vergangenheit eines Unternehmens und seiner Industrie liefern. In gewissen Wirtschaftszweigen sind die Marktkräfte stabiler als in anderen, was sich beispielsweise in einer geringen Variabilität der Wachstumsraten oder stabilen Marktanteilen äussern kann. Demgegenüber stehen Industrien, die sich – beispielsweise aufgrund des grossen Einflusses technologischer Neuerungen – in ständigem Umbruch befinden. Nahe liegenderweise liegt die Prognosesicherheit eines Unternehmens in einer solchen Industrie um einiges tiefer, was es zu berücksichtigen gilt.

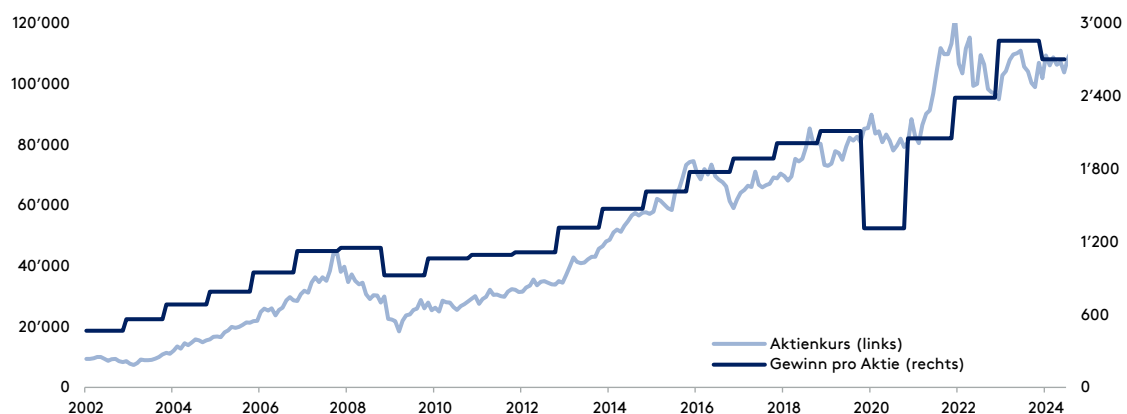
Fazit

Da der Aktienkurs in der langen Frist die operative Entwicklung eines Unternehmens widerspiegelt, kommt der Beurteilung der langfristigen Gewinnaussichten in der Unternehmensanalyse eine hohe Bedeutung zu. Eine strukturierte Herangehensweise entlang der oben skizzierten Aspekte hilft dabei, der bei Prognosen über einen solch langen Betrachtungshorizont inhärenten Unsicherheit zu begegnen.

Darüber hinaus gilt es, stets einen kritischen Geist zu bewahren. Nicht selten stellt sich insbesondere die Unternehmensführung der einzuschätzenden Firmen im Nachhinein als zu optimistisch heraus. Das blinde Vertrauen auf deren Zielsetzungen oder Prognosen stellt daher ein riskantes Unterfangen dar. Nichts führt daran vorbei, sich eine eigene Meinung zu den langfristigen Perspektiven eines Unternehmens zu bilden.

Wenig aussichtsreich und von geringer Relevanz ist hingegen die Prognose der kurzfristigen Aktienkursentwicklung. Aktienkurse neigen aufgrund des hohen Einflusses des gerade vorherrschenden Marktsentiments zu Übertreibungen und erratisch anmutenden Ausschlägen. Die Vergangenheit zeigt, dass viele Marktteilnehmer zu sehr auf kurzfristige Entwicklungen fokussiert sind und dabei das Wesentliche aus den Augen verlieren. Für langfristig orientierte Anleger hingegen ist es entscheidend, über längere Zeit in qualitativ hervorragenden Unternehmen investiert zu sein, um dadurch an der steigenden Gewinnkraft dieser Unternehmen teilhaben zu können. Früher oder später werden die Aktienkurse dies ebenfalls widerspiegeln.

Abb. 5: Lindt & Sprüngli – Kurs- und Gewinnentwicklung



Quelle: SIX, eigene Darstellung.

Andreas Buner
 Analyst Banken/Finanzdienstleister & IT

Moritz Baumann
 Leiter Research

Die periodisch erscheinenden Studien stehen auf der Website von Albin Kistler als PDF-Download zur Verfügung: www.albinkistler.ch