

EXZELLENTES MANAGEMENT

Reflexion Albin Kistler AG

März 2023

Aktien von Schweizer Qualitätsunternehmen aus dem zyklischen Sektor Industrie erzielen seit der Jahrtausendwende, trotz dreier grosser Krisen überdurchschnittliche Anlagerenditen.
Wie ist dies zu erklären?

EXZELLENTES MANAGEMENT

Mannigfaltige Unwägbarkeiten

Aktieninvestitionen sollten unter der Prämisse eines langfristigen Anlagehorizonts und mit ruhiger Hand getätigt werden. Speziell zyklische Sektoren bedürfen in konjunkturellen Abschwüngen oder bei plötzlich auftauchenden Unwägbarkeiten starker Nerven. Seit der Jahrtausendwende waren drei Krisenphasen mit unterschiedlichen Ursachen zu bewältigen – Zeit also, einen Blick auf die Wertentwicklung von ausgesuchten CH-Industrieaktien hoher Qualität über diesen Zeitraum zu werfen.

Abb. 1: Schweizer Industriewerte sind Perlen

Zeitraum 2000–2022	Wertentwicklung p. a.
Firma	in CHF (Total Return)
Belimo	15.5%
Bucher Industries	11.3%
Geberit	12.3%
Interroll	14.3%
CH-Aktien (SPI)	4.5%
Aktien Welt (MSCI)	2.7%

Quelle: Bloomberg / Total Return = Kursgewinn & Dividende

Wie schaffen es diese Firmen trotz Platzen der «Dotcom-Blase» nach der Jahrtausendwende, der furchteinflössenden Finanzkrise sowie der surreal anmutenden Corona-Pandemie, die Entwicklung des breiten Marktes stark zu übertreffen?

Unternehmensführung ist zentral

Für eine prosperierende Firmenentwicklung bedarf es zahlreicher Erfolgsfaktoren. Unsere Analyse bestätigt es immer wieder: Die Qualität der Führungsebene (Geschäftsleitung und Verwaltungsrat) stellt eine, wenn nicht sogar die wichtigste Erfolgskomponente dar. Diese These hat ihren Ursprung in der Tatsache, dass sämtliche Weichenstellungen dort zusammenlaufen – Personelles, Operatives und Strategisches. Doch was heisst das nun konkret? An folgenden drei Eigenschaften lässt sich gutes Management erkennen:

- Umgang mit zentralen Interessengruppen
- Langfristig ausgerichtete Firmenstrategie
- Ambitioniert in der Leistung, bodenständig in der Kommunikation (Firmen-DNA)

Bei Schweizer Industriepierlen lassen sich diese Eigenschaften exemplarisch beobachten, wie folgende Beispiele zeigen.

Belimo

Mit trivial anmutenden Produkten wie Klappenantrieben, Regelventilen und Sensoren hat sich diese Erfolgsgeschichte aus dem Zürcher Oberland auf den Radar internationaler Investoren emporgearbeitet. Der Firmenname Belimo steht für Beraten, Liefern und Montieren – welche angenehme Bodenständigkeit in Zeiten von Hightech und Phantasienamen bei Börsenneulungen.

Als Nischenanbieter Mitte der 1970er-Jahre gestartet, erwirtschaftet die Firma heute einen Jahresumsatz von rund CHF 850 Mio. und steht für einen Börsenwert von stolzen CHF 6 Mrd. Mit Wurzeln in der Schweiz wurde das erfolgreiche Geschäftsmodell mit Augenmass und Weitblick global ausgerollt. Heute werden knapp 60% der Erlöse in Übersee (Amerika, Asien/Pazifik) generiert.

Die hohe Berechenbarkeit der eindrucklichen Profitabilität (Betriebsgewinn-Margen 16–18%), das stattliche Umsatzwachstum aus eigener Kraft sowie die grundsoliden Finanzen sind Attribute, von denen jeder erfolgshungrige Anleger träumt. Solche Leistungsausweise korrelieren praktisch immer mit der Qualität des Managements.

Umgang mit Interessengruppen (Lieferanten)

Belimo legte lange vor dem Ausbruch der Pandemie einen hohen Stellenwert auf einen fairen Umgang mit Lieferanten und Endkunden. Jahrelang als vernachlässigbare Randnotiz zur Kenntnis genommen, wurde der Welt ab 2021 schlagartig klar, wie essentiell solches Geschäftsgebaren ist.

Im Gegensatz zu zahlreichen Firmen und Konkurrenten verfügte man über eine tadellose Lieferfähigkeit, um vom starken Aufschwung nach der Lockerung der Covid-19-Massnahmen zu profitieren. In den USA konnte man dank dieses kompetitiven Vorteils hohe Marktanteilgewinne verzeichnen. Die Region Amerika setzte sich bzgl. Grösse im Jahr 2022 an die Spitze des Konzerns.

Bucher Industries

Die Firma mit über 200-jähriger Geschichte ist der Beweis, dass auch oft verschmähte Konglomerate mit einem starken Familienaktionariat in ein Kundenportfolio gehören.

Die Aufstellung über fünf Divisionen mit hoher Eigenständigkeit und eigenen Zielvorgaben bietet Gewähr, dass keine Quersubventionierungen für nicht zukunftssträchtige Geschäfte geduldet werden. In Sachen Transparenz genügt die Berichterstattung der Firma allerhöchsten Ansprüchen.

Mit Investitionsgütern für die Grundbedürfnisse der Menschen (Lebensmittel, Getränke, Infrastruktur) verfügt man über eine nachhaltig erfolgsversprechende Positionierung. Dem Faktum einer steigenden Weltbevölkerung steht eine begrenzte Anbaufläche für Nahrungsmittel gegenüber. Dieser Herausforderung wird man kaum ohne eine effizientere und produktivere Landwirtschaft begegnen können. Die grösste Division Kuhn Group verfügt über die breiteste Produktpalette für traktorverbundene Land- und selbstfahrende Spezialmaschinen, um von diesem Trend zu profitieren.

Die weltweit ungebremste Urbanisierung stellt die öffentliche Hand vor zahlreiche Herausforderungen. In den Bereichen Hygiene und Infrastruktur schafft die Division Municipal mit ihren Müll-, Kehr- und Kanalreinigungsfahrzeugen Abhilfe. Trotz der weltweiten Klimaerwärmung stellen Fahrzeuge für den Winterdienst ein essentielles Bedürfnis dar, das Bucher auch abzudecken vermag. Mit Hydrauliklösungen und Maschinen für die Glasbehälterproduktion gelang den beiden jeweiligen Divisionen über das letzte Jahrzehnt eine Verdoppelung des Umsatzes bei steigender Profitabilität (EBIT-Beiträge verdrei- bzw. vervierfacht!).

Dank kontinuierlicher Prozess- & Produktoptimierungen, getrieben von innovativen Forschungs- & Entwicklungserfolgen, versteht es die Firma, sich über widrige Konjunkturzyklen hinwegzusetzen. Im Jahr 2022 konnte trotz Lieferkettenprobleme sowie hoher Material-, Personal- & Energiekosten ein Rekordergebnis bei praktisch allen wesentlichen Kennzahlen präsentiert werden.

Langfristig ausgerichtete Firmenstrategie

Im Jahr 1998 erfolgte die Akquisition von Emhart Glass (Glasformungs- & Prüfmaschinen) - einem

weltweit führenden Unternehmen in diesem Bereich. Die Ertragskraft hinkte den anderen Divisionen im Quervergleich meist hinterher und von zweistelligen EBIT-Margen war man weit entfernt. Das Management sah sich wiederkehrend mit Forderungen von Finanzinvestoren konfrontiert, die Aktivität zu veräussern und das Kapital in rentablere Bereiche zu allozieren. Im felsenfesten Glauben an die zukunftssträchtige Positionierung arbeitete man weiter akribisch an Verbesserungen. Ab dem Jahr 2018 startete ein neuer Investitionszyklus auf Seiten der Endkunden, an welchem man dank erledigter Hausaufgaben voll partizipieren konnte. In den letzten zwei Jahren erfreute die Division die Investoren mit der höchsten Ertragskraft (EBIT-Margen 16% bzw. 19%) im Konzern. Die kritischen Stimmen aus der Finanzgemeinde sind verstummt. Das Management genießt den Erfolg in gewohnter Manier - still und bescheiden.

Geberit

Der europäische Marktführer für Sanitärprodukte mit rund 12'000 Mitarbeitern gehört seit vielen Jahren zur Teppichetage des Schweizer Aktientableaus. Dies nicht etwa wegen exzessiver Entlohnungspraktiken, sondern aufgrund des eindrucklichen Leistungsausweises. Die branchenweit unerreichte Profitabilität (EBITDA-Marge knapp 30%) ist nur eines von vielen Qualitätsmerkmalen.

Das Geschäftsmodell basiert auf drei Produktbereichen: Installations- & Spülsysteme, Rohrleitungssysteme und Badezimmersysteme. Letzterer stiess durch die im Jahr 2015 umgesetzte Akquisition der skandinavischen Sanitec zum Konzern. Dies kam einer strategischen Kehrtwende gleich, hatte doch VR-Präsident Albert M. Baehny stets mit Nachdruck betont, dass Geberit mit Ausnahme der Spülauslösung von Toiletten hinter der Wand sei und bleibe. Ein erfolgreiches Unternehmen vertraut auf seine Stärken, ist aber bei auftauchenden Opportunitäten flexibel und mutig genug zuzugreifen. Nach einer anfänglichen Margenverwässerung und temporär tieferer Kapitalrentabilität wurde das zugekaufte Geschäft auf das gewohnte und allseits beneidete Geberit-Niveau entwickelt.

In Sachen Kontinuität auf Führungsebene ist die Firma aus Jona ein absoluter Primus. Die Herren Baehny (CEO 2005-2014, VRP seit 2015) und Christian Buhl (CEO seit 2015) navigieren den

Konzern gekonnt durch jegliche Krise. Für uns ist es deshalb unerklärlich, weshalb der Wechsel eines erfolgreichen Unternehmensleiters in den Verwaltungsrat oft sehr kritisch gesehen wird. Die Firma sowie seine Nachfolger profitieren somit weiterhin vom jahrelangen Branchenwissen und Erfahrungsschatz. Hat man bei der Wahl des Nachfolgers zudem ein so glückliches Händchen, bietet dies Gewähr für eine fortlaufende Erfolgsgeschichte. Es sei dabei erwähnt, dass Bucher Industries mit dem Tandem Philip Mosimann (VRP) und Jacques Sanche (CEO) mit Bravour die gleiche Schiene gefahren hat.

Umgang mit Interessengruppen (Mitarbeiter)

Im 2. Quartal 2020 nach Ausbruch der Coronapandemie in Europa brach der Umsatz von Geberit um rund 10 Prozent ein. Dies war den implementierten Gesundheitsmassnahmen und geschlossenen Baustellen geschuldet. Die Belegschaft wurde im Jahr 2020 in etwa konstant gehalten, im Wissen, dass dieser zentrale Erfolgsfaktor für den kommenden Aufschwung dringend benötigt würde. Andere Akteure reagierten in dieser Zeit mit Entlassungen, um dann nach dem Ende der Lockdowns händierend und oft vergeblich Fachkräfte zu rekrutieren. Geberit dagegen forcierte in der Hochphase der Pandemie die Aus- & Weiterbildung der Verkaufsmannschaft sowie die digitale Interaktion mit seinen Kunden. Die grosse Loyalität der Mitarbeiter und deren Flexibilität in Sachen Ferienplanung und Überzeitkompensation half zusätzlich, die Krise durchzustehen. Als besonders geschickter Schachzug stellte sich der gezielte Lageraufbau für die Zeit des folgenden Aufschwungs heraus.

Interroll

Die Firma mit über 60-jähriger Geschichte hat sich Lösungen rund um den Materialfluss im Bereich Logistik verschrieben. Mehrheitlich durch Wachstum aus eigener Kraft hat man sich in einem strukturell wachsenden Markt von rund CHF 7 Mrd. einen zweistelligen Anteil gesichert. Internationale Grosskonzerne aus den Bereichen Express- & Postdienste, E-Commerce, Flughäfen, Nahrung, Retail sowie Automobil schwören dabei auf die Verlässlichkeit und Qualität von Interroll.

Im Wissen, mit dem Geschäft gegenüber Konjunkturzyklen überdurchschnittlich exponiert zu sein, baut die Unternehmensstrategie auf eine solide Finanzierung. Mit einer Eigenkapitalquote von rund

65%, wenig immateriellen Vermögenswerten sowie frei von Schulden lässt es sich als Management und Investor gelassen in die attraktive Zukunft blicken. Durch das Wachstum bedingte Kapazitätserweiterungen werden konsequent aus dem betrieblichen Geldfluss finanziert.

Die vorbildliche Kundenorientierung, kombiniert mit einer hohen Innovationskraft, verhalf der Firma ihr Geschäftsmodell über den alten Kontinent hinaus global zu etablieren. Heute stehen die Regionen Amerika und Asien für knapp die Hälfte der Erlöse. In rund 20 Jahren den Umsatz zu verdreifachen und den Betriebsertrag um den Faktor 9 (!) zu steigern, markiert eine herausragende unternehmerische Leistung. Die über Jahre gewachsene Firmenkultur, die permanente Kostendisziplin und der unermüdliche Drang nach Effizienzsteigerungen bilden die Basis für diesen Erfolgsausweis.

Ambitioniert in der Leistung, bodenständig in der Kommunikation (Firmen-DNA)

Die Unternehmensführung hebt sich seit Jahren mit konservativen Prognosen und Demut vor wechselnden Herausforderungen positiv vom Durchschnitt ab. Im Gegensatz zur vermehrt hektischen Berichterstattung börsenkotierter Firmen verzichtet man auf die Publikation von Quartalszahlen, um die langfristig ausgerichtete Unternehmensstrategie zu untermauern. Entgegen den tiefgestapelten Aussagen der Jahre 2018/19, die Profitabilität habe ihren Zenit erreicht, erfreut Interroll seine Aktionäre nach der Pandemie mit weiteren Rekordwerten. Die über Jahre hart erarbeitete Wertschätzung seitens Investoren hat dazu geführt, dass die Aktie ggü. Sektor und Konkurrenten einen gerechtfertigten Bewertungsaufschlag aufweist – Taten statt Worte eben!

Investieren in exzellente Unternehmen

Aktienkurse sind von kurzfristigen Ereignissen und Emotionen getrieben, was zu temporären Unter- und Übertreibungen führen kann. Wer mit der notwendigen Geduld investiert, kann mit diesem Umstand umgehen. Denn die Börse wird in der langen Frist jene Firmen honorieren, die nachhaltiges Gewinnwachstum zeigen können.

Die oben beschriebenen Unternehmen gehören zweifelsohne zu diesen Industriepertlen. Die herausragende Managementleistung ist nicht der einzige, aber ein zentraler Erfolgsfaktor.

Das Identifizieren dieser Qualitätsfirmen ist eine nicht zu unterschätzende Herausforderung. Sie erfordert langjährige, akribische Analysetätigkeit, basierend auf klaren Prinzipien und Kriterien. Damit schafft man beste Voraussetzungen für den langfristigen Anlageerfolg.

Christian Wildhaber

Stv. Leiter Research, Analyst Industrie

Moritz Baumann

Leiter Research