

SCHOKOLADE: VON DER BOHNE BIS ZUR TAFEL

Reflexion Albin Kistler

September 2024

Konsumgüteraktien gelten neben Obligationen gemeinhin als defensive Komponente eines gut diversifizierten Anlageportfolios. In dieser Aussage steckt einerseits viel Wahrheit, andererseits zeichnet sie ein stark vereinfachtes Bild der Realität. Auch einer stabilen Nachfrage steht meist eine komplexe Wertschöpfungskette gegenüber. Auf diesbezügliche Eigenheiten und Herausforderungen wird in dieser Reflexion am Beispiel von Schokolade genauer eingegangen.

Schokolade

Defensive Konsumgüter

Die Nachfrage nach Konsumgütern des täglichen Bedarfs hält Wirtschaftszyklen verhältnismässig gut Stand. Investitionen in Firmen aus den Bereichen Nahrungsmittel oder auch Haushalt und Körperpflege gelten deshalb als defensiv. Aufgrund dieser Tatsache sind Konsumgüteraktien Teil eines jeden gut diversifizierten Anlageportfolios.

Trotz Wahrheitsgehalt ist diese Anschauung jedoch eine starke Vereinfachung der Realität. Die Stabilität der Nachfrage kann je nach Produktkategorie stark variieren und stellt zudem nur eine Seite der Medaille dar. Der Blick auf ein Beispiel soll dies im Detail erläutern.

Welches Produkt könnte sich aus Schweizer Perspektive in diesem Rahmen besser eignen als Schokolade? Mit klingenden Firmen- und Markennamen wie Lindt & Sprüngli, Cailler und Barry Callebaut ist die Schweiz eine Hochburg der globalen Schokoladenindustrie. Es ist aber nicht nur die vorhandene nationale Tradition, die dieses Beispiel interessant macht. Das hierzulande offensichtlich fehlende tropische Regenwaldklima, das zum Kakaobau benötigt wird, setzt naturgegeben die Notwendigkeit einer komplexen globalen Wertschöpfungskette voraus. Deren Eigenheiten und Herausforderungen werden in der vorliegenden Reflexion beleuchtet. Zudem werden wichtige Marktteilnehmer in diesen Kontext eingebettet. Der Fokus liegt dabei auf börsenkotierten Unternehmen.

Schokolade - Schritt für Schritt

Die Wertschöpfungskette vom Kakaobaum im Regenwald der Äquatoralebene bis zur Schokolade in den Einzelhandelsregalen in aller Welt ist lang und komplex. Sie wird nachfolgend in ihren Grundzügen erläutert.

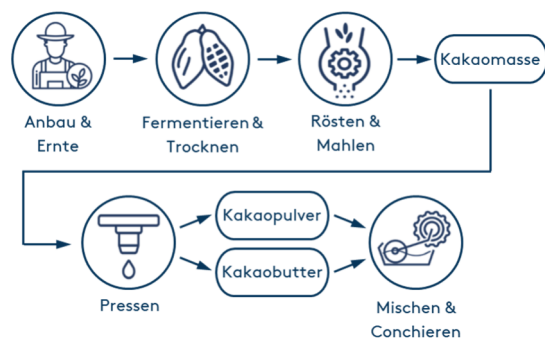
Am Anfang steht, wie bei jedem Konsumgut, die Rohstoffgewinnung. Zu den wichtigsten Anbauländern von Kakaobohnen gehören die afrikanischen Nationen Elfenbeinküste und Ghana, aber auch in Lateinamerika und Südostasien sind wichtige Erzeuger zu finden. Bei der Ernte, die zweimal jährlich stattfindet, werden die Kakaofrüchte von

den Bäumen geholt und geöffnet, um die Bohnen zu entnehmen. Im nächsten Schritt findet die Fermentation statt, die den Kakao geniessbar macht und ihm das charakteristische Geschmacksprofil verleiht, gefolgt von einem Trocknungsprozess.

Die Weiterverarbeitung beginnt mit dem Rösten zur Intensivierung der vorhandenen Aromen. Im Anschluss werden die Bohnen gebrochen und gemahlen. Dadurch entsteht eine Kakaomasse. Durch Pressen kann diese in die Bestandteile Kakaobutter und Kakaopulver getrennt werden.

In der finalen Phase werden, je nach angestrebtem Endprodukt, Kakaobutter und -pulver zu gegebenen Anteilen mit weiteren Zutaten wie Zucker und Milchpulver gemischt. Walzen, Conchieren und gezieltes Temperieren dieser Mischung resultieren letztlich in der fertigen, allseits beliebten Schokolade.

Abb. 1: Wertschöpfungskette Schokolade



Quelle: Eigene Darstellung

Kakao - eine stetige Herausforderung

Der Schokoladenmarkt weist, wie einleitend erwähnt, seine ganz spezifischen Herausforderungen auf. Zentral ist hier die Kakaoproduktion, die starke Schwankungen aufweist.

Das zurzeit vorherrschende Wetterphänomen «El Niño», welches alle paar Jahre auftritt und eine mehrere Monate andauernde Strömungsumkehr im äquatorialen Pazifikraum darstellt, führt zu Veränderungen der Temperatur und Niederschlagsmengen in wichtigen Anbauländern. Das Ergebnis ist ein drastischer temporärer Ertragsrückgang in der Kakaoernte.

Schweizer Tradition

Geschichte der Schokolade

Verfolgt man die Geschichte der Schokolade bis zu ihren Anfängen, muss man mehrere hundert Jahre zurückgehen. Maya und Azteken in Mittelamerika waren die ersten, die aus Kakaobohnen und anderen Zutaten bittere Getränke herstellten. Im 16. Jahrhundert brachten spanische Entdecker den Kakao nach Europa. Die Herstellung fester Schokolade verdanken wir aber der Kakaopresse, die im 19. Jahrhundert in den Niederlanden erfunden wurde. Diese ermöglichte erstmals das Trennen von Kakaobohnen in Butter und Pulver.

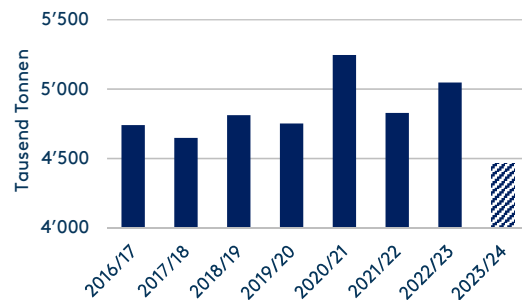
Parallel dazu waren es Philippe Suchard und François-Louis Cailler in der Schweiz, die wichtige Rollen sowohl in der Mechanisierung der Schokoladenproduktion als auch in der Markenbildung und im internationalen Handel spielten. Basierend auf diesen Entwicklungen kam es letztlich gegen Ende des 19. Jahrhunderts in der Schweiz zu weiteren Produktrevolutionen, die zentral für den späteren Erfolg der Schokolade waren. Daniel Peter fügte der Schokolade Milchpulver hinzu, das von seinem Bekannten Henri Nestlé entwickelt wurde. Dies führte zur Milkschokolade und damit der heute wohl beliebtesten Variation. Ein weiterer geschichtsträchtiger Moment war die Erfindung der Conchiermaschine durch Rodolphe Lindt. Das ständige Rühren und Erwärmen im Prozess des Conchierens ermöglicht eine Geschmacks- und Texturwicklung, die heute in der Schokoladenproduktion nicht mehr wegzudenken ist.

Erfindergeist und das Streben nach Innovation, darauf fusst die grosse Schweizer Tradition der Schokoladenherstellung.

Auch Pflanzenkrankheiten, wie der seit 1930 in Westafrika endemisch auftretende Cacao-swollen-shoot-Virus, führen zu niedrigeren Erträgen. Ein befallener Kakaobaum produziert bis zu 70% weniger Bohnen, bevor er schlussendlich abstirbt. Um die Pflanzen zu stärken und vor Krankheiten zu schützen, fehlt es meistens nicht nur an lokal vor-

handenem Know-how, sondern auch an finanziellen Mitteln. Ein über lange Zeit niedriger Kakaopreis stellt viele Bauern vor finanzielle Schwierigkeiten. Eine Verjüngung der Plantagen oder eine mittels Düngung erforderliche Erhöhung der Bodenfruchtbarkeit werden deshalb vernachlässigt.

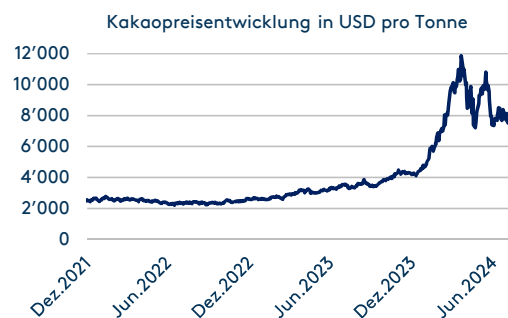
Abb. 2: Schwankende Kakaobohnenernte



Quelle: International Cocoa Organization (ICCO)

Verarbeiter von Kakao sichern sich an den Terminmärkten ab (Hedging), um starke Preisschwankungen abzufedern und lieferfähig zu bleiben. Volatile Preise rufen aber auch immer Spekulanten auf den Plan. Es wird angenommen, dass rund 20% der gehandelten Volumina an den Terminmärkten auf deren Handeln zurückzuführen ist.

Abb. 3: Der jüngste Anstieg des Kakao-preises



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung, Daten per 15.08.2024

Schokolade ist nicht gleich Schokolade

Grundsätzlich ist der globale Schokoladenmarkt kein Wirtschaftssegment, das übermässiges Wachstum verspricht. Jährliche Volumensteigerungen liegen global eher im tieferen einstelligen Prozentbereich. Verschiedene Faktoren wie eine Marktsättigung oder auch ein steigendes Ernährungsbewusstsein in entwickelten Ländern stellen hier natürliche Barrieren dar. Mit ähnlichen Trends sehen sich auch andere Konsumkategorien wie Haushalt und Körperpflege konfrontiert, wes-

halb viele Firmen in den letzten Dekaden durch geographische Expansion versucht haben, von steigendem Wohlstand in Entwicklungsländern zu profitieren. Für Schokolade ist dieses Wachstumsfeld aufgrund logistischer und klimatischer Bedingungen tendenziell schwieriger zu erschliessen.

Es ist aber auch wichtig festzuhalten, dass Schokolade nicht gleich Schokolade ist. Premiumisierung ist ein klarer Wachstumstreiber für Firmen, die sich darauf spezialisieren können. Grundsätzlich basiert diese neben einer qualitativ einwandfreien Produktion und der individuellen Markenpositionierung primär auf der Zusammensetzung der verwendeten Inhaltsstoffe. So macht ein höherer Anteil an Kakaopulver und eine Reduktion von Butter und Zucker die Schokolade dunkler, hochwertiger, weniger ungesund, aber auch teurer. Des Weiteren sind es Produktinnovationen wie die Verwendung alternativer Süsstoffe oder auch moderne Absatzkanäle wie der Onlinehandel, die zumindest einzelnen Marken erhöhtes Potenzial attestieren lassen.

Nachhaltigkeit – Regulierung vs. Eigeninitiative

Das Thema Nachhaltigkeit ist zentral im Kontext der Kakaoernte. Die klimatischen Voraussetzungen für den Kakaoanbau führen zu einer örtlich konzentrierten Produktion in einzelnen Ländern, wo Regenwaldabholzung zu einer Reduktion der Biodiversität und zu unerwünschten Klimaeffekten führen kann. Auch dem Wasserbedarf und der Degradation des Bodens im Kakaoanbau muss Aufmerksamkeit geschenkt werden. Oftmals liegt das gesellschaftliche und mediale Augenmerk aber noch deutlicher auf sozialen Nachhaltigkeitsthemen. Hier geht es um eine faire Entlohnung der Kakaobauern, die lokalen Arbeitsbedingungen und eine bestmögliche Verhinderung von Kinderarbeit auf den Plantagen.

Lokale politische und sozioökonomische Faktoren bilden letztlich einen Kontext, der in den beschriebenen Problemfeldern nicht ausser Acht gelassen werden darf. Für die Ausbildung und den notwendigen Wissenstransfer sowie für faire Arbeitsbedingungen und eine angemessene Vergütung kann

man sich leider nicht ausschliesslich auf die lokalen Regierungen verlassen.

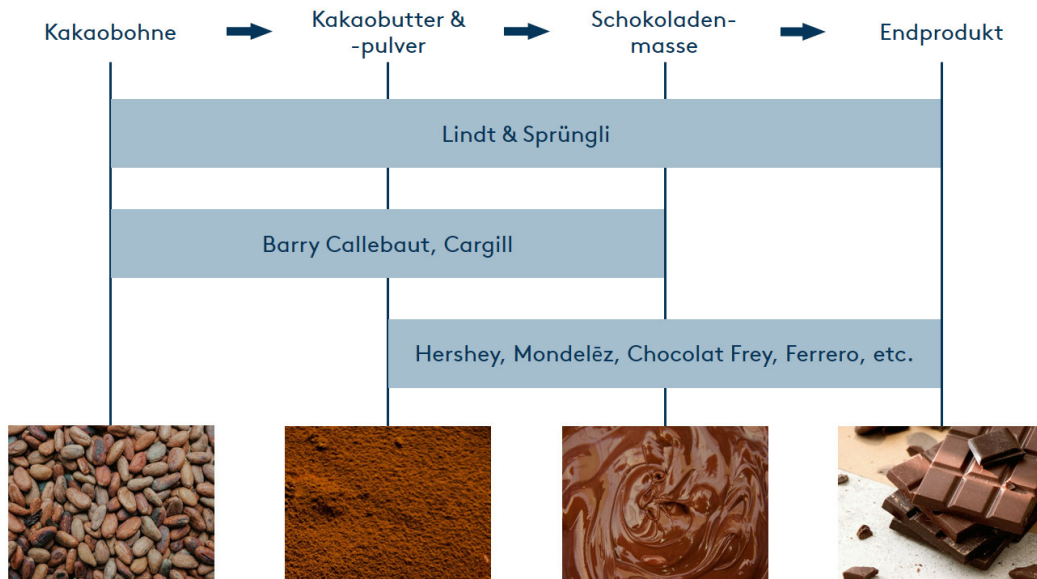
Während die Regierungen in den Hauptproduktionsländern meist die Preise regulieren, versucht Europa mit einer neuen Verordnung die Produktionsbedingungen von Rohstoffen wie Kakao zu verbessern. Diese sieht vor, dass Kakao, welcher auf entwaldeten Flächen angebaut wurde, nicht in die EU eingeführt werden darf. Die erzeugten Rohstoffe müssen zudem im Einklang mit den Gesetzen des Ursprungslands und unter Einhaltung elementarer Menschenrechte erfolgen. Ob die genannte Verordnung die Situation der Farmer in Westafrika unmittelbar zu verbessern vermag, ist fraglich. Viel wahrscheinlicher scheint eine Verschiebung der globalen Warenflüsse, da sich Abnehmer ausserhalb der EU nicht an vergleichbare Vorschriften halten müssen.

Wir sind deshalb der Überzeugung, dass eine zunehmende Verantwortungswahrnehmung der involvierten Unternehmen das mächtigste Instrument ist, um den genannten Nachhaltigkeitsrisiken zu begegnen. Globale und lokale Initiativen dieser wichtigen Marktteilnehmer müssen sich den relevanten Themen annehmen und sich für die Bauern einsetzen. Somit liegt es letztlich in unserer Hand als Konsumenten und Investoren, vorbildlich operierende Firmen bei unseren Kaufentscheidungen zu berücksichtigen.

Marktteilnehmer und deren Positionierung

Auch langjährige Tradition schützt die Unternehmenslandschaft nicht vor Veränderungen. So sind beispielsweise die Schweizer Schokoladenpioniere Cailler und Chocolat Suchard heute keine eigenständigen Unternehmen mehr. Cailler wurde bereits anfangs des 20. Jahrhunderts von Nestlé übernommen und Suchard wurde über mehrere Fusionen und Übernahmen letztlich Teil des amerikanischen Konsumriesen Mondelez. Abbildung 4 bettet – stark vereinfacht und ohne Anspruch auf Vollständigkeit – Einzelfirmen in die Wertschöpfungskette ein.

Abb. 4: Prominente Unternehmen entlang der Wertschöpfungskette



Quelle: Eigene Darstellung

Lindt & Sprüngli - Premium

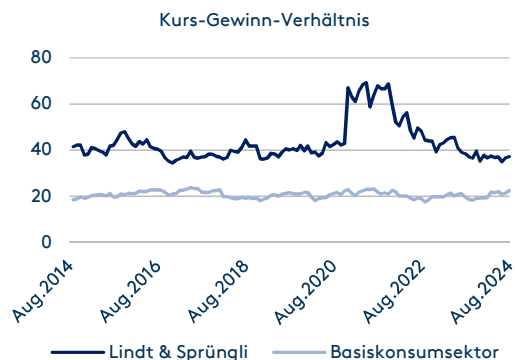
Eine heute noch eigenständig operierende und auch börsenkotierte Firma mit Ursprung in der Anfangsgeschichte der Schokoladenproduktion ist Lindt & Sprüngli. Die Firma steht wohl wie kaum eine andere für den Erfolg von Schweizer Schokolade.

Lindt & Sprüngli entstand 1899 durch eine Fusion der beiden Confiserie-Unternehmen Lindt und Sprüngli, Jahre nach der erwähnten revolutionären Erfindung der Conchiermaschine durch Rodolphe Lindt. Kakaobohnen werden auch heute noch direkt beim Kakaobauern bezogen und selbstständig verarbeitet, was in der Industrie zu einer Seltenheit geworden ist. Starke traditionelle Marken wie Lindor und Excellence sowie ikonische Produkte wie der Goldhase zeugen von einer erfolgreichen strategischen Positionierung von Lindt & Sprüngli im Premium-Segment, wo sich das Unternehmen eine überdurchschnittliche Preissetzungsmacht zunutze machen kann. Dies hilft in der Erzielung konstant hoher Wachstumsraten sowie einer stabilen Profitabilität.

Weitere Qualitätsmerkmale sind das hervorragende Management mit hoher Kontinuität und kompetenter Nachfolgeplanung sowie der Umgang mit dem Thema Nachhaltigkeit über das haus-eigene «Farming Program», das auf die Verbesserung der Lebensbedingungen von Kakaobauern

abzielt. Qualität hat aber ihren Preis und dieser liegt für die Lindt & Sprüngli Aktie historisch konstant hoch.

Abb. 5: Qualität hat ihren Preis



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung, Daten per 31.08.2024

Barry Callebaut - Im Umbruch

Interessanterweise ist es aber ein anderes grosses, börsenkotiertes Unternehmen aus der Schweiz, das trotz tieferem Bekanntheitsgrad aufgrund seiner Wichtigkeit kaum mehr aus dem globalen Schokoladenmarkt wegzudenken ist. Es handelt sich um Barry Callebaut. Die Firma entstand in dieser Form zwar erst 1996 durch eine Fusion, aber die individuellen Firmengeschichten gehen ebenfalls zurück in die Mitte des 19. Jahrhunderts, als Barry in Frankreich und Callebaut in Belgien gegründet wurden.

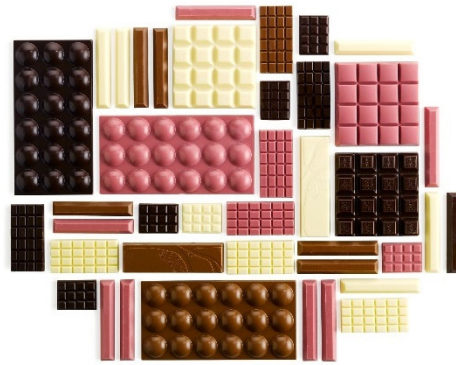
Barry Callebaut ist heute der grösste vertikal integrierte Schokoladenproduzent der Welt, gefolgt vom amerikanischen Lebensmittelrohstoffhändler Cargill. Das bedeutet, dass die interne Wertschöpfungskette mit der Bohnenabnahme beim Kakaoanbau beginnt und mit der fertigen Schokoladenmasse endet. Allerdings spielen an den Endkonsumenten gerichtete Eigenmarken eine untergeordnete Rolle.

Barry Callebaut operiert in drei unterschiedlichen Divisionen: Die grösste Sparte ist die Schokoladenproduktion für andere Firmen in der Konsumindustrie (Hershey, Mondelez, etc.). Die kleinere, aber hochprofitable und zukunftssträchtige Gourmet Division konzentriert sich auf die Zusammenarbeit mit Firmenkunden aus dem Gastronomiegewerbe wie Confiterien, Restaurants und der Hotellerie. Die dritte Sparte kümmert sich um den Handel mit Kakaoprodukten, also grundsätzlich den Kauf von Bohnen und den Weiterverkauf der verarbeiteten Komponenten Butter und Pulver.

Durch dieses Geschäftsmodell sieht sich Barry Callebaut neben den Schwierigkeiten eines spekulativen Kakaomarktes und schwankenden Verarbeitungskapazitäten der Konkurrenz aktuell insbesondere auch mit den bereits diskutierten Problematiken der Kakaoproduktion direkt konfrontiert. Unter neuer Führung seit 2023 hat das Unternehmen zudem jüngst eine Reorganisation eingeleitet. Neu definierte regionale Fokusz Märkte und Kosteneinsparungen durch eine Verschlankung der Organisation sollen neben weiteren Massnahmen das langfristige profitable Wachstum sichern.

Auch wenn die aktuellen Umstände für eine gewisse Unruhe sorgen und für eine unbestimmte Zeit den Geschäftsverlauf nur schwer abschätzen lassen, darf die grundsätzlich vorhandene Qualität von Barry Callebaut nicht vergessen gehen. Diese zeigt sich zum Beispiel in der historisch erarbeiteten starken Marktpositionierung, in ambitionierten Nachhaltigkeitsinitiativen sowie in der vorhandenen Innovationskraft. So ist zum Beispiel wenigen Leuten im Jahr 2017 die Lancierung der rosa «Ruby» Schokolade entgangen, die aus einer speziellen, zuvor als unverarbeitbar geltenden Kakaosorte gewonnen wird.

Abb. 6: Die rosa «Ruby» Schokolade als neue Sorte



Quelle: Barry Callebaut, www.flickr.com/photos/barrycallebautgroup

Über den Tellerrand hinaus

Erweitert man den Kreis um nicht kotierte sowie ausländische Unternehmen, so können an dieser Stelle noch viele weitere spannende Namen diskutiert werden. Man denkt beispielsweise an Chocolat Frey der Migros-Gruppe, die sich in Familienbesitz befindende italienische Ferrero oder die amerikanischen Schokolade- respektive Snack-Giganten Mondelez, Hershey und Mars.

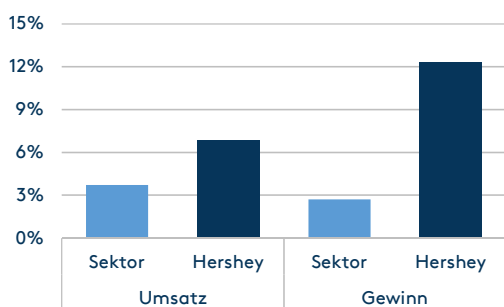
Die im Jahr 1887 gegründete Chocolat Frey AG wurde 1950 vom Detailhandelskonzern Migros übernommen. 2021 wurde Frey mit anderen Migros-Betrieben wie Delica, Riseria Taverne und Midor zur neuen Delica AG fusioniert. Tief verwurzelt in der Schweiz erreicht Frey hierzulande einen Marktanteil von rund einem Drittel. Die Marke ist aber auch weit über die Landesgrenzen hinaus bekannt. Rund ein Drittel des Umsatzes wird im Ausland erzielt, wo die Schokolade beispielsweise in Duty-free-Shops an Flughäfen vertrieben wird. Vielen Lesern wird auch das Swiss-Schöggeli bekannt sein. Frey beliefert die Fluggesellschaft bereits seit 2015. Da weder Frey, Delica noch Migros über kotierte Aktien verfügen, ist eine Investition nicht möglich.

Investierbar sind hingegen die Aktien der beiden amerikanischen Grosskonzerne Mondelez und Hershey. Diese sind aufgrund ihrer Diversifikation im Bereich Snacking (Kartoffelchips, Kekse, etc.) zwar nicht als reine Schokoladenhersteller zu bezeichnen, aber dennoch tragen die Verkäufe von Schokolade einen grossen Umsatzanteil bei. Hershey erwirtschaftet mit Schokolade knapp 75%, Mondelez rund ein Drittel des Konzernumsatzes.

Hershey – US-amerikanische Ikone

Die Firma Hershey wurde 1894 von Milton S. Hershey in den USA gegründet und befindet sich noch heute zu einem signifikanten Teil im Besitz der Hershey Stiftung. Mit einem Umsatz von über 9 Mrd. USD ist Hershey der grösste Schokoladenhersteller in Nordamerika. Das Markenportfolio besitzt eine herausragende Reputation, auch wenn die Produkte nicht im Premiumbereich angesiedelt sind, wie beispielsweise bei Lindt & Sprüngli.

Abb. 7: Jährliche Wachstumsraten über 5 Jahre



Quelle: Hershey, Daten von 2019-2023; Vergleich zum nordamerikanischen Nahrungsmittelsektor

Hershey zeichnet sich durch ein erfahrenes, weit-sichtiges Management aus, welches eine hohe Beständigkeit aufweist. Eine klare und transparente Kommunikation, grosses Engagement in sozialen Projekten und das Bekenntnis zu höchsten ethischen Standards sind tief in der Firmenphilosophie verankert. Durch die hohe Innovationskraft, die marktführende Position und exzellentes Marketing schafft es Hershey stetig Marktanteile zu gewinnen, neue Trends zu schaffen und nachhaltig zu

wachsen. Das Geschäft mit Feiertagen wie Ostern, Halloween und Weihnachten ist essenziell. Hier zeigt der Konsument wenig Preissensitivität, was sich positiv auf die Stabilität der Umsatzentwicklung auswirkt.

Unternehmen wie Hershey aber auch Mondelez, Mars, Ferrero oder Chocolat Frey positionieren sich in der Wertschöpfungskette in den hinteren beiden Dritteln. Sie kaufen in der Regel Kakaobutter und -pulver ein und vermengen diese nach eigenen Rezepturen zu Schokoladenmasse. Zu gewissen Teilen beziehen sie aber auch von Lieferanten wie Barry Callebaut oder Cargill direkt die fertige Schokoladenmasse.

Schlussfolgerung

Die weitgehende Unabhängigkeit der Konsumgüternachfrage von Wirtschaftszyklen verleiht dem Sektor den einleitend beschriebenen defensiven Ruf. Das Beispiel Schokolade zeigt: Eine stabile Nachfrage bedeutet keineswegs, dass sich Marktteilnehmer nicht mit anderen, teils sehr spezifischen Herausforderungen und Zyklen auseinandersetzen müssen. Konsumgüter sind divers und weisen sowohl der Produktion vor- als auch nachgelagerte Eigenheiten auf, die es als Anleger zu verstehen gilt. Das diskutierte Beispiel zeigt zudem, dass sich nicht nur, aber vor allem auch in der Schweiz hervorragende Firmen finden lassen, die mit den Herausforderungen ihrer Wertschöpfungsketten vorbildlich umzugehen wissen.

Romano Monsch

Analyst Basiskonsum und Gesundheit

Raffael Frauenfelder

Analyst Industrie und Basiskonsum

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