

# Auf Qualität zu setzen, lohnt sich

Aktien von Schweizer Topunternehmen sind trotz der Corona-Krise gestiegen

MICHAEL GRIESDORF

Trotz vielen Fortschritten bei der Bekämpfung der Pandemie bleiben die Aussichten unsicher. So ist es nicht ausgeschlossen, dass es wegen der Coronavirus-Mutationen künftig zu weiteren Einschränkungen für die Gesellschaft und die Wirtschaft kommen wird. Für Unternehmen und Aktionäre bedeutet das, dass Prognosen für die mittlere bis längere Frist mit Unsicherheiten behaftet sind. Zwar geben mittlerweile viele Gesellschaften wieder Ziele für in zwei bis drei Jahren bekannt, oft jedoch versehen mit der Gegenklärung, dass die Vorhersagen nur gälten, sofern sich die Pandemie nicht wieder verschlimmere.

Letztlich fahren praktisch alle immer noch auf Sicht. Dies hat zur Folge, dass Anleger nach Sicherheit suchen und deshalb Werte von Qualitätsunternehmen bevorzugen. Namen wie Sika, Ems-Chemie, Givaudan oder Dätwyler haben nach Ausbruch der Pandemie den Gesamtmarkt denn auch deutlich geschlagen.

## Starke Marktstellung

Für Moritz Baumann, Leiter Research des auf Qualitätsunternehmen fokussierten Vermögensverwalters Albin Kistler, ist eine dauerhaft starke Marktpositionierung die Basis eines guten Unternehmens. «Für uns ist es erst einmal wichtig, dass eine Gesellschaft über eine einzigartige, nicht angreifbare Marktstellung verfügt», sagt Baumann. Dabei könne sich eine gute Marktstellung vielfältig äussern. Beispiele sind laut ihm die Grösse eines Unternehmens, seine Kostenvorteile, immaterielle Vermögenswerte oder das Bereitstellen von Gütern, Technologien und Dienstleistungen, die nur schwer zu ersetzen sind.

Auch Diego Föllmi, geschäftsführender Partner von Hérens Quality Asset Management, setzt auf die Marktpositionierung eines Unternehmens. «Uns stellt sich immer zuerst die Frage, was der kompetitive Vorteil eines Unternehmens ist. Dabei wollen wir unter anderem sehen, dass es eine hohe Innovationskraft und damit eine hohe Preismacht besitzt», sagt er.

Ein weiteres Unterscheidungsmerkmal, das von Föllmi und von Baumann ins Feld geführt wird, sind die Stärke der Bilanz und die Möglichkeit, diese aufrechtzuerhalten. Je solider finanziert ein Unternehmen ist, desto eher kann es sich bietende Marktchancen wahrnehmen. Gute Unternehmen seien solche mit geringer Verschuldung und hoher Eigenkapitalquote, sagen beide unisono. Begleitend achten Föllmi und Baumann zudem auf einen hohen und stabilen Cashflow, der die Bilanz stützt.

Dennoch sind diese Voraussetzungen nur die eine Seite der Medaille. Sie richtig zu nutzen, ist gemäss Baumann die andere. «Ganz wichtig ist für uns die Leistung des Managements. Nur wenn dieses erfahren ist, in Krisen souverän agiert, Veränderungen proaktiv angeht und sich nie auf seinen Lorbeeren ausruht, ist die an und für sich hochwertige Substanz eines Unternehmens auch in zehn Jahren noch da», sagt er. Dazu gehöre, dass das Führungsgremium mit dem Kapital effizient umgehe und organisches dem akquisitorischen Wachstum vorziehe. «Wir wollen keine Sonnenkönige», sagt er.

Auch Föllmi achtet bei der Auswahl auf den Erfahrungsschatz und die Leistung des Managements. «In gewissen Branchen wie in der IT wollen wir sehen, dass der CEO die nötige Erfahrung bei den Kernprozessen mitbringt und damit die Materie versteht», sagt Föllmi. Auch die kleinen Sachen zählten und seien letztlich entscheidend für den Unternehmenserfolg. So sei es zum Bei-



Die Werte des Bauchemiespezialisten Sika haben in der Pandemie den Gesamtmarkt deutlich geschlagen.

CHRISTIAN BEUTLER / KEYSTONE

spiel wichtig, wie oft sich das Management treffe, wie es zusammengesetzt sei, dass es unabhängig sei und dass es im Führungsgremium innert kurzer Zeit nicht wiederholt zu vielen Wechsels komme. «Ausserdem achten wir darauf, wie es mit uns und den anderen Investoren kommuniziert.»

Eine einzigartige Marktstellung, eine saubere Bilanz und eine gute Führung: Unternehmen mit diesen Merkmalen weisen in der Regel laut Baumann und Föllmi denn auch eine überdurchschnittliche Rendite auf das investierte Kapital sowie ein stetiges Wachstum von Umsatz, Gewinn und Cashflow auf.

Baumann warnt jedoch vor einem saloppen Umgang mit diesen Kennzahlen: «Wer nur mit quantitativen, mechanischen Qualitätsfiltern arbeitet und dabei auf die Momentaufnahme fokussiert, läuft Gefahr, dass er sich von guten Unternehmen trennt, nur weil er zu wenig geduldig gewesen ist und gewissen negativen Punkten zu viel Beachtung geschenkt hat», sagt er. Qualität zeige sich über längere Perioden, in denen es durchaus auch einmal ein bis zwei schlechte Jahre geben dürfe.

## Potenzial unterschätzt

Wer jedoch die zuvor genannten Aspekte bei der Auswahl seiner Unternehmen berücksichtigt, hat laut Föllmi und Baumann längerfristig die besten Voraussetzungen, den Markt zu schlagen.

Föllmi begründet dies mit den grundlegenden ökonomischen Gesetzen. «Nur wer wettbewerbsfähig ist, also unter anderem mindestens die Kapitalkosten verdient, wird auf die lange Sicht überleben. Das gilt für alle Wirtschaftssubjekte», sagt er. Laut Föllmi zeigt sich die Stärke der Qualitätsunternehmen gerade in schwierigen Zeiten. Sie gingen mit Krisen meist besser um als gewöhnliche Gesellschaften. Ausserdem profitierten sie in solchen Phasen oft sogar von der Schwäche der anderen.

Baumann wiederum sagt: «Die Globalisierung sorgt für stetig grössere, offenere Märkte. Informationen werden einfacher zugänglich, Ideen verbreiten sich schneller. Diese strukturellen Treiber ermöglichen guten Unternehmen fast unerschöpfliche Wachstumsmöglichkeiten. Damit steigen ihre Gewinne und somit auch ihr Aktienkurs.»

Er erkennt aber noch einen weiteren Grund für das bessere Abschneiden von Qualität am Aktienmarkt: Das langfristige Potenzial von guten Unternehmen werde immer wieder unterschätzt. Viele Anleger seien bei schlechten Firmen oft zu optimistisch und bei guten Firmen zu pessimistisch. «Gute Unternehmen wach-

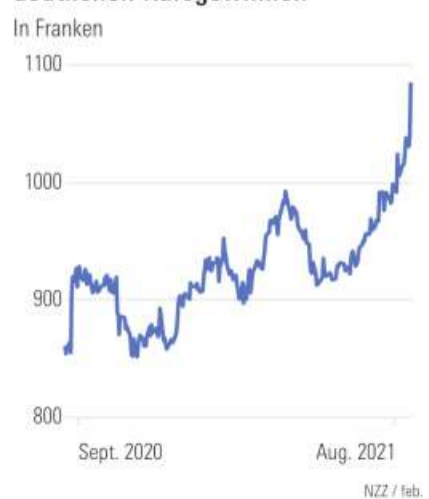
sen oft viel stärker und nachhaltiger, als man denkt. Die Gewinnzuschätzungen sind daher meist falsch, und deshalb überraschen sie konstant positiv. Das Gros der Anleger hinkt der Realität hinterher.»

## Langfristiges Engagement

Für Baumann und Föllmi ist es gerade in unsicheren Zeiten wie jetzt weiterhin angebracht, in Qualität zu investieren. Föllmi sagt jedoch: «Angesichts der hohen Bewertungen sind die Disziplin und die Selektion derzeit unabdingbar.» Dem pflichtet Baumann bei. Er gibt jedoch zu bedenken, dass bei guten Unternehmen der Einstiegszeitpunkt weniger wichtig sei als die Tatsache, dass Anleger überhaupt investiert seien. «Man darf nicht naiv sein und denken, man bekomme Qualität irgendwann zu Discount-Bewertungen.» Was es brauche, sei die Bereitschaft zu einem langfristigen Engagement, damit sich das Potenzial der Qualitätsunternehmen auch entfalten könne. «Es gibt praktisch nichts Sichereres als ein diversifiziertes Portfolio von Topunternehmen», sagt Baumann.

Trotz Beliebtheit findet Baumann auch heute noch unterbewertete Qualität – so unter anderem bei SFS und Bystronic. «Ausser über eine grundsätzliche Finanzierung verfügt SFS, die auf die Fertigung von Präzisionsformteilen und Sonderschrauben spezialisiert ist, über ein hochkarätiges, langfristig orientiertes Managementteam», sagt er. SFS sei es gelungen, sich in vielen zwar kleinen, aber hochattraktiven Nischen zu positionieren und dort meist eine marktführende Stellung einzunehmen. Es erstaune darum nicht, dass SFS trotz der Pandemie in weitere Kapazitäten und damit in die Zukunft des Unternehmens investiere.

## Emmi-Aktien mit deutlichen Kursgewinnen



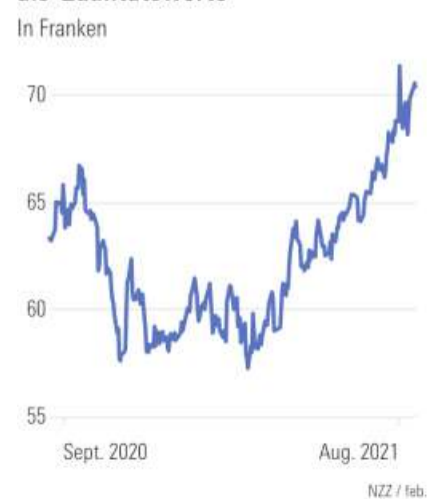
Bystronic sei führend in der Blechbearbeitung mittels Laser. «Durch die jüngst vollzogene Fokussierung kann die stattliche Finanzkraft nun gezielt für den weiteren Ausbau dieser Kernkompetenz eingesetzt werden.» Wachstum und Profitabilität seien im Konkurrenzvergleich überdurchschnittlich und kompensierten den zyklischen Charakter. Die transparente Kommunikation mit messbaren Zielen spreche für das Management.

Föllmi setzt derweil unter anderem auf Emmi und Galenica. Emmi halte 50% des Schweizer Heimmarkts. Zudem ist der Milchverarbeiter weltweit die Nummer eins im Vertrieb von Schweizer Käse und in Europa führend im Vertrieb von kalten Kaffeegetränken und italienischen Dessertspezialitäten. Die Aktien von Emmi haben im vergangenen Jahr bereits deutlich zugelegt. «Emmi ist sehr gut positioniert, um schnell auf neue Konsumententrends zu reagieren und davon zu profitieren. Auch wenn die Aktie kein Wachstumswert mit hohen Margen ist, so ist sie doch ein gutes Beispiel für Schweizer Exzellenz», sagt Föllmi.

Galenica sei ein voll integrierter Vertreter von Medikamenten, der auch eigene rezeptfreie Arzneimittel entwickle. «Galenica verfügt in all ihren Vertriebskanälen über eine dominante Position. Zudem agiert sie in einem konsolidierten Markt mit hohen Markteintrittsbarrieren, einer stabilen Regulierung und strukturellen Wachstumsfaktoren», sagt er. Wie Emmi sei Galenica ein Qualitätswert, der ein eher bescheidenes Wachstum durch einen stetigen Fokus auf den Gewinn und die Margenausweitung kompensiere, sagt Föllmi.

Trotz anspruchsvoller Bewertung vieler Qualitätstitel gibt es also durchaus noch Chancen für Anleger, die auf der Suche nach Qualität sind.

## Galenica-Titel als Qualitätswerte



## Geberit sorgt vor

GIORGIO V. MÜLLER

In diesem Jahr hat der Sanitärtechnik-Konzern Geberit schon fast unverschämte viel Geld verdient. Die Gewinnmarge auf Stufe Ebitda erreichte 34,2%, der Umsatz lag um ein Viertel höher als im Vorjahr. Verglichen mit der Vor-Pandemie-Periode im Jahr 2019 fiel der Umsatz um 13% und die Marge um 340 Basispunkte höher aus.

Die Erwartungen an den Semesterausweis von Geberit waren hoch – und wurden deutlich übertroffen. In allen Regionen sind die Umsätze im zweistelligen Prozentbereich gewachsen. Und trotzdem verbesserte sich die Rentabilität. In Anbetracht steigender Materialpreise (v. a. für Metall und Plastik) ist das nicht selbstverständlich. Im laufenden Quartal kalkulierte Geberit mit um 6% über dem Niveau des zweiten Quartals liegenden Materialkosten. Die ausserordentliche Preiserhöhung von 3,5% in diesem Sommer für 60% des Sortiments macht die Mehrkosten nicht ganz wett.

Auch wenn die mittelfristig angepeilten Ziele (Umsatzwachstum 4 bis 6%, Ebitda-Marge 28 bis 30%) erneut übertroffen wurden, bleibt das Geberit-Management am Boden. Zwar sind die Kapazitäten weitgehend ausgelastet, doch nur wenige zusätzliche Mitarbeiter werden angestellt. Bei den 442 neuen Stellen seit Anfang Jahr handelt es sich grösstenteils um Temporärkräfte. Die Personalaufwendungen haben unterproportional zugenommen.

Mit dieser Strategie ist Geberit bestens vorbereitet, die seit Mitte Jahr spürbare Abkühlung gut zu verkraften. Im Juli sei das Umsatzwachstum nur noch im hohen einstelligen Prozentbereich gelegen, im August habe es sich halbiert. Das zweite Semester werde schwach ausfallen, tiefer als das erste und auch als das zweite Semester 2019. Trotzdem wird das Jahresergebnis von Geberit weiterhin über den mittelfristigen Werten liegen.

## Das Trauma des Fed

THOMAS FUSTER

Die grösste geldpolitische Herausforderung ist die Meisterung der Wendepunkte. Das zeigt sich derzeit in den USA. Dort fragt man sich seit Monaten, wann das Fed seine Anleihekäufe zu drosseln beginnt. Das Fed-Protokoll der Juli-Sitzung legt nun den Schluss nahe, dass ein solches Herunterfahren schon dieses Jahr stattfinden könnte. Der Grund: In den USA ist die Arbeitslosenquote jüngst überraschend stark gefallen, während die Inflation deutlicher als erwartet zulegte. Eine solche Volkswirtschaft braucht keine geldpolitische Ankerbelung.

So positiv die Konjunkturerholung sein mag, so sorgenvoll sehen die Investoren den Aufschwung. Denn sie wollen nicht verzichten auf monetäre Stimuli. Letztere fließen nämlich nicht zuletzt in den Aktienmarkt und sorgen dort für boomende Kurse. Deswegen werden negative Konjunkturdaten an der Börse oft als positiv betrachtet, da sie als Garant für eine anhaltend expansive Geldpolitik gelten. Getreu dieser Logik führte das jüngste Fed-Protokoll denn auch zu Kursverlusten an den Börsen.

Von der US-Notenbank ist nun viel Fingerspitzengefühl gefordert. Sie muss die Anleger auf eine monetäre Entwöhnung einstellen und gleichzeitig darauf achten, dass an den Märkten keine Panik ausbricht. Wie schwierig das ist, zeigte sich 2013. Damals sorgten Andeutungen der Notenbank, die Anleihekäufe zu reduzieren, für einen schockartigen Anstieg der Anleihezinsen. Von diesem Trauma hat sich das Fed bis heute nicht erholt. Deswegen darf man das Unausweichliche aber nicht auf die lange Bank schieben. Für glückliche Anleger zu sorgen, gehört nicht zum Mandat des Fed.

the market  
NZZ

Dieser Artikel ist auf themarket.ch erschienen. Die Finanzplattform richtet sich an Anleger und arbeitet mit der NZZ-Gruppe zusammen.