

Europas Qualitätsfirmen sind Renditeriesen

Stabilität in der Rangliste des Corporate Excellence Award aus Sicht von CEAMS und Hochschulvertretern

Auf der Suche nach Qualitätsunternehmen hat die Jury des CE Award die diesjährigen europäischen Sieger erkoren. Es sind Firmen, die für 2010 neben einer starken Erfolgsrechnung auch solide Bilanzen haben und damit auf die Wertgenerierung achten.

Beat Gygi

Mit dem Frühling kommen immer auch Gedanken an Schönheitswettbewerbe. Bei zahlreichen Firmenchefs, Marktbeobachtern, Finanzanalytikern, Arbeitnehmern, Medienleuten und Anlegern kommt die Frage auf, welche Firma diese Saison wohl den besten Jahresabschluss vorgelegt haben dürfte. Bei ganz oberflächlicher Betrachtung wird ein kurzer Blick auf die oberste Zeile der Erfolgsrechnungen geworfen und jenes Unternehmen als Champion eingestuft, das den höchsten Umsatz hat, also das «grösste» ist. Viele Firmenranglisten in Wirtschaftspublikationen, Einladungen zu Gesellschaftsanlässen beruhen auf diesem Prinzip, das selbst Manager immer wieder in seinen Bann zieht, weil die Firmengrösse oft auch für die Chefs zentral ist.

Viel Aufhebens um den Ebit

Wer nicht ausschliesslich das Grössendenken pflegt, sondern auch ein wenig auf Qualität achtet, wird wohl zusätzlich die Gewinnzeilen der Rechnungen anschauen und den Kandidaten mit dem höchsten Gewinn als Besten seiner Gruppe einstufen. Wer etwas differenzierter vorgeht, wird die Firmen mit den besten Werten bei Betriebsgewinn (Ebit) oder Reingewinn in Prozent des Umsatzes Spitzennoten geben. Dieser Blick auf die Ebit-Marge ist denn auch die dominierende Sichtweise bei den meisten Analysen von Marktbeobachtern, die sich mit Kursschätzungen oder Ratschlägen an Anleger wenden.

All diesen Ansätzen ist gemeinsam, dass sie stark auf die Erfolgsrechnung konzentriert sind und der Bilanz wenig Beachtung schenken. Damit wird auch die Frage in den Hintergrund gedrängt, ob eine Firma einen Gewinn von beispielsweise 50 Mio. Fr. mit einem hohen oder mit einem niedrigen Kapitaleinsatz erzielt. Im zweiten Fall wirft das investierte Geld eine höhere Rendite ab als im ersten, und dies ist für die Investoren- bzw. Eigentümerseite von zentraler Bedeutung. Aus Eigentümersicht ist die Relation zwischen operativem Gewinn und eingesetztem Kapital wichtiger als die Relation zwischen Umsatz und operativem Gewinn – also die vielzitierte Ebit-Marge. Brisant ist, dass die Ebit-Marge oft nicht nur beim Beurteilen von Jahres- oder Quartalsergebnissen im Vordergrund steht, sondern vielfach auch beim Bemessen der Managerlöhne als Erfolgskriterium herangezogen

wird. Bei Unternehmen in der Hand Ebit-gesteuerter Manager kann die Frage, ob die Kapitalkosten überhaupt verdient werden und wie viel gegebenenfalls darüber hinaus erwirtschaftet wird, leicht vergessen gehen.

Seit langem wird in der betriebswirtschaftlichen Literatur eine allzu starke Fokussierung auf Ebit- und andere Gewinnmargen denn auch kritisiert. Aus dieser Sicht wird eine stärkere Beachtung der Bilanz-Solidität etwa anhand der Kennzahlen Eigenkapitalquote oder Goodwill zu Eigenkapital gefordert, des Weiteren aber vor allem auch eine engere Verknüpfung der Erfolgsrechnung mit der Bilanz. Dies erfolgt im Wesentlichen über die Beachtung der Rendite auf dem eingesetzten Kapital oder auch auf dem Eigenkapital, daneben aber auch von Grössen wie Cashflow bezogen auf die Verschuldung.

Sorgfältig mit Kapital umgehen

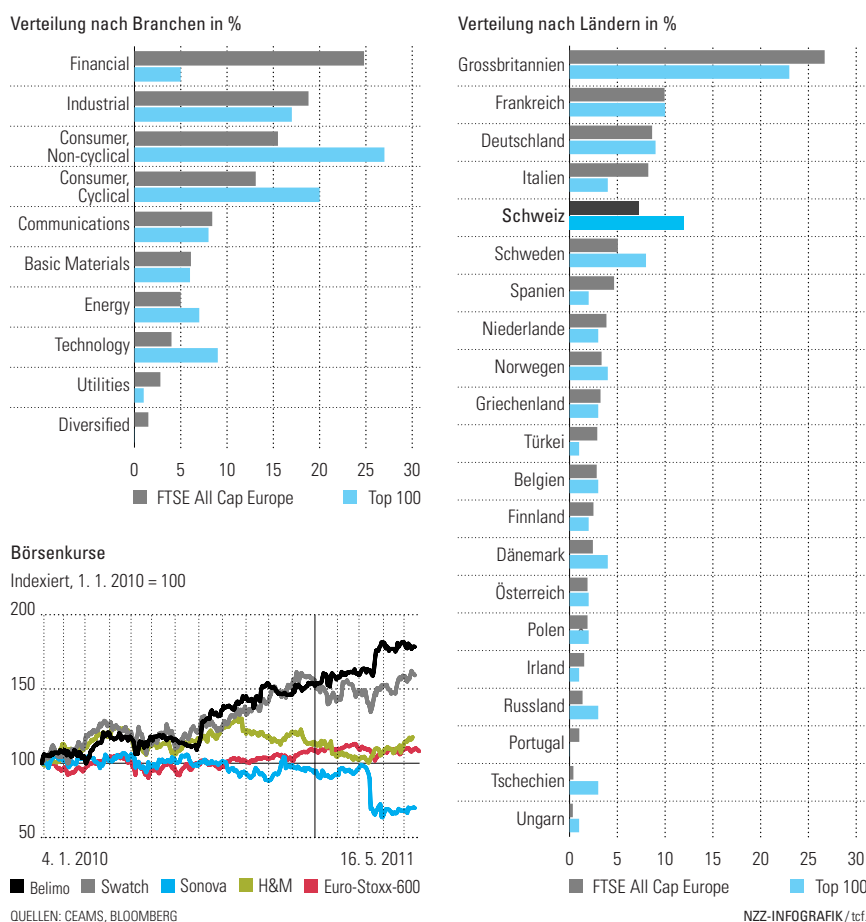
In der Praxis scheint diese Sichtweise an Boden zu gewinnen; jedenfalls weisen die Unternehmen zunehmend auch Kennzahlen zur Rendite auf dem eingesetzten Kapital aus (Roic, Roce, Rona, Ronoa). Setzt man diese Rendite den Kapitalkosten gegenüber, die oft zwischen 8% und 12% liegen, zeigt sich rasch, ob ein Unternehmen den Kapitaleinsatz überhaupt entlohnen kann und wie viel darüber hinaus an zusätzlichem Unternehmenswert geschaffen wird.

Aus dieser Perspektive und Fragestellung heraus hat die unabhängige Schweizer Anlage- und Beratungsfirma CEAMS CE Asset Management dieses Jahr zum zweiten Mal die Population der börsenkotierten europäischen Unternehmen genauer unter die Lupe genommen. Die zusammen mit Fachleuten der Universität Zürich und der Universität Eichstätt-Ingolstadt durchgeführte Evaluation und Jurierung (vgl. Kasten) ergab entsprechende Rangierungen der Firmen. Die Erstplacierten Deutschlands, Österreichs und der Schweiz sowie der Europa-Sieger erhalten von der Jury eine entsprechende Auszeichnung, den Corporate Excellence Award. Als Medienpartner tragen die NZZ, die «Frankfurter Allgemeine Zeitung» («FAZ») sowie «Die Presse» aus Österreich einen Teil zum Rahmen dieses Wettbewerbs bei.

Europa-Sieger wurde die schwedische Bekleidungs- und Modegruppe **Hennes & Mauritz**, in der Schweiz liegt die auf Antriebe für Lüftungs- und Klimatechnik spezialisierte **Belimo**-Gruppe auf Platz eins, in Deutschland schwang der Brillenhersteller **Fielmann** obenauf, in Österreich der Karton- und Verpackungskonzern **Mayr Melnhof Karton AG**. Die betreffenden Unternehmen decken in einer europäischen Rangliste laut den Angaben den Bereich bis zu Platz 64 ab, wobei die Reihenfolge praktisch der Durchdringung der jeweiligen nationalen Kapitalmärkte durch angelsächsische Spielregeln entspricht. Die

Wo die Qualitätsunternehmen anzutreffen sind

Nimmt man die rund 1700 Firmen (FTSE All Cap Europe, graue Balken) unter die Lupe und behält nur die besten 100 zurück, ergibt sich die blaue Verteilung.



Die Sieger in Zahlen

Geschäftsjahr 2010	H&M Mio. €	Belimo Mio. Fr.	Fielmann Mio. €	Mayr-Melnhof Mio. €
Umsatz	108 483	426	994	1 779
Betriebsgewinn	24 659	83	168	162
Konzerngewinn	18 681	61	118	108
Ausschüttungsquote (%)	84,2	55,1	85,6	36,1
Eigenkapitalquote (%)	74,6	74,0	76,4	63,0
Eigenkapitalrendite (%)	44,1	31,8	23,0	11,4
Rendite auf invest. Kapital (Roic, %)	43,1	39,0	23,5	11,0
Nettoschulden/oper. Cashflow	-1,14	-0,71	-1,39	-1,41
Mitarbeiterzahl	76 000	1 103	13 235	8 600
Marktkapitalisierung (16. 5. 2011)	42 853	1 210	3 020	1 600

Selektion, Evaluation und Jurierung

Gy. Analyse und Selektionsverfahren der CEAMS im Rahmen des Corporate Excellence-Award-Wettbewerbs beruhen auf den Methoden, die von der Firma über Jahre erarbeitet und angewendet wurden. Das Verfahren kommt dieses Jahr zum zweiten Mal zum Zug, um in Kooperation mit Medienpartnern eine Rangliste der qualitativ besten börsenkotierten Unternehmen Europas und der deutschsprachigen Länder zu erstellen. Die Hauptarbeit bestand zunächst in einer standardisierten Analyse von rund 1700 kotierten Unternehmen ab einer bestimmten Grösse. Kennzahlen zu Bilanz, Liquidität, Cashflow, Profitabilität, Wertgenerierung usw. wurden pro Firma

erhoben und mit Mittelwerten oder betriebswirtschaftlich sinnvollen Relationen verglichen. Es folgte eine europaweite Rangierung, bei der die jüngsten fünf Jahre und das Jahr 2010 gleich gewichtet wurden. Daraus gewann man für Deutschland, Österreich und die Schweiz je eine Liste der «Top 10», die auf eine Dreier-Kandidatur eingeeengt wurde. Die Jury bestimmte schliesslich, auch mit Blick auf qualitative Merkmale, die drei nationalen und den europäischen Sieger. Zur Jury zählen Prof. Andrea Schenker (Universität Zürich), Prof. Max Ringlsetter (Universität Eichstätt-Ingolstadt), Markus P. Hepp und Philipp Weckherlin (beide Partner CEAMS).

obige Tabelle zeigt, dass die Prämierten hohe Eigenkapitalquoten und meist hohe Verzinsungen des Eigenkapitals und des investierten Kapitals aufweisen.

Ins Auge springt zudem, dass Gross und Klein durchaus auf gleichem Qualitätsniveau liegen können. Und laut den Angaben sind Familien-geprägte Gesellschaften besonders gut vertreten. Dass Belimo Schweizer Sieger ist, ist insofern wenig erstaunlich, als der CE-Award die langfristige Solidität belohnt und Belimo bereits 2010, als sich der Wettbewerb lediglich auf die Schweiz und Europa bezog, gewonnen hatte. Dahinter lagen damals der Uhrenkonzern Swatch und die Hörgerätegruppe Sonova. In Europa kam der Pharmakonzern Novo Nordisk auf den ersten Platz, dahinter lagen H&M (auch hier zeigt sich Konstanz) sowie die Mode-Gruppe Hermes. Wie sich die drei Schweizer und H&M an der Börse entwickelten, zeigt die Grafik unten links.

Der Ansatz von CEAMS wird ohne Rücksicht auf Branchengrenzen angewandt, da die Frage nach der Verzinsung des Kapitals nicht davon abhängig ist, ob es sich um eine Baufirma oder einen Handelskonzern handelt. Die Frage, wie viel man aus dem Kapital herausholt, ist unabhängig von der Verwendungsart beantwortbar. Die oft üblichen «best in class»-Rangierungen haben in diesem Rahmen keinen Platz.

Schweizer Qualität

Wie sich die nach CEAMS ermittelten Qualitätsunternehmen auf die einzelnen Branchen verteilen, geht aus der obigen linken Grafik hervor. Nimmt man als Ausgangsbasis die rund 1700 Unternehmen des Börsenindex FTSE All Cap Europe, stellt der Finanzsektor mit einem Viertel am meisten Firmen, dahinter folgen Industrieunternehmen sowie die zyklischen und nichtzyklischen Konsumgüterunternehmen. Unterzieht man diese Gruppe dem Evaluationsverfahren von CEAMS, ändert sich das Bild radikal. In der verbleibenden Gruppe von 100 Unternehmen von hoher Qualität wiegt der Finanzsektor (5%) nicht mehr viel, die Soliden kommen fast zur Hälfte aus dem Konsumgüterbereich, dem zyklischen (20%) und nichtzyklischen (27%), sodann auch aus der Industrie (17%).

Geografisch dominieren britische Unternehmen das Bild, sowohl in der Ausgangsgruppe wie in der Gruppe der «Top 100». Deutschland kommt in beiden Gruppen auf einen Anteil von rund 9%, Österreich auf je rund 2%. Die Unternehmen beider Länder behalten also beim Passieren des CEAMS-Qualitätsfilters ihre proportionalen Anteile. Besser schneiden die Schweizer Firmen ab, die «vorher», also in der Gesamtgruppe der rund 1700 Kandidaten, gut 7% ausmachten, «nachher» in der Gruppe der 100 Besten dann aber mit einer Quote von 12% vertreten sind und damit Franzosen und Deutsche ausstechen.

