

IFBC

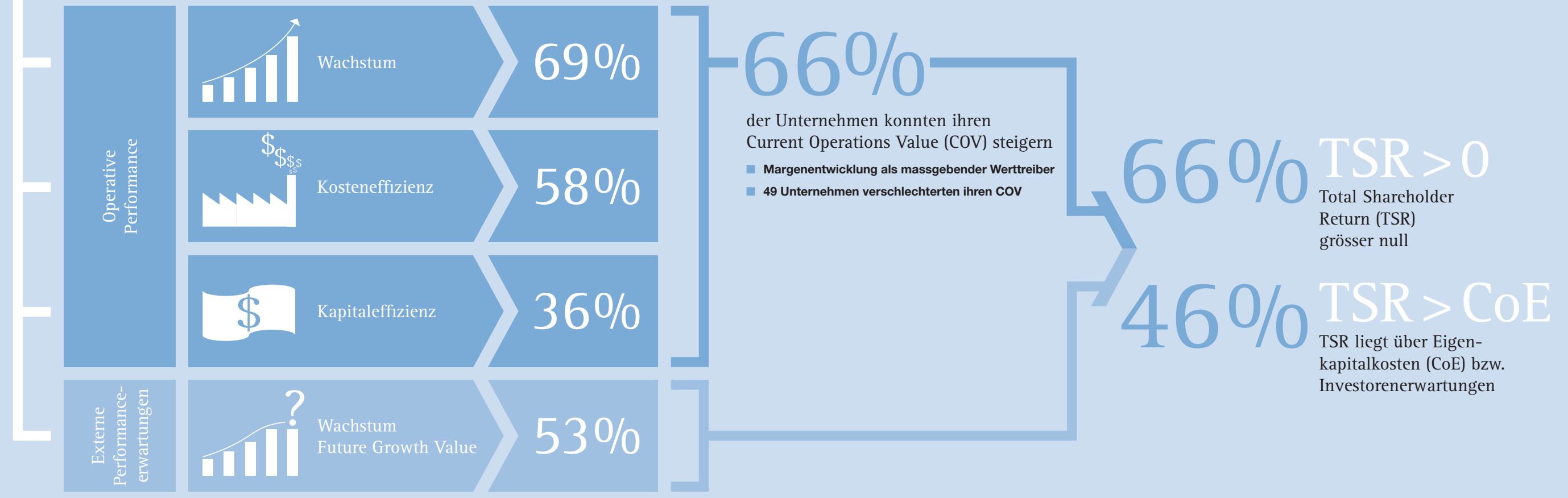
CREATING ENTERPRISE VALUE

Finanzielle Performance von Schweizer Industrie- unternehmen



Starke Performanceverbesserung treibt Unternehmenswerte

Anteil Unternehmen mit positivem Value Driver im 2014



61 Tage können Schweizer Unternehmen dank ihres Liquiditätspuffers ohne operative Einnahmen durchschnittlich überleben

- Leichter Rückgang im Vergleich zum Vorjahr
- Hohes Bewusstsein für angemessene Liquiditätshaltung



58% der Firmen konnten ihre finanzielle Flexibilität erhöhen, indem sie die Auslastung ihrer Verschuldungskapazität reduzierten

- Ein Drittel strapaziert operative Verschuldungskapazität
- Finanzielle Flexibilität ermöglicht u.a. Wachstumsinvestitionen auch in schwierigem Marktumfeld

Solide Liquidität und Finanzierung bringt Handlungsspielraum bei der Bewältigung anstehender Herausforderungen

INHALTSVERZEICHNIS

Vorwort	3
Währungseffekte umfassend steuern	4
1 Die Werttreiber der finanziellen Performance	8
1.1 Positive Aktienperformance 2014	8
1.2 Worauf ist die positive Aktienentwicklung zurückzuführen?	10
1.3 Transformation der Erkenntnisse aus dem TSR-Split auf die finanzielle Führung eines Unternehmens	10
1.4 TSR-Entwicklung in Abhängigkeit der Werttreiber	14
1.5 Einfluss des Währungsrisikomanagements auf die finanzielle Performance	15
Unternehmensporträt von Holcim	16
2 Liquidität und finanzielle Flexibilität	18
2.1 Sicherstellung einer jederzeitigen Zahlungsbereitschaft	18
2.2 Flexibilität in der Finanzierung	19
3 Folgerungen	24
Mehrwert durch Professionalität	26
4 Glossar	28
5 Kennzahlen 2014	30


Vorwort

IFBC führt seit 2008 jährlich eine finanzielle Analyse von börsenkotierten Schweizer Industrieunternehmen durch. Damit sollen aktuelle finanzwirtschaftliche Aspekte beleuchtet werden. Im Vordergrund stehen dabei nicht firmenspezifische Auswertungen, sondern die grundlegenden Entwicklungen. Diese werden in den Rahmen aktueller finanzwirtschaftlicher Konzepte gestellt, mit denen wir uns in unserer Beratungstätigkeit täglich beschäftigen.

Die vorliegende Studie analysiert die Entwicklung der Werttreiber der operativen Performance sowie die Liquiditäts- und Finanzierungssituation im Jahr 2014. Seit der Aufhebung des Euro-Mindestkurses durch die SNB hat sich die unternehmerische Situation für viele Unternehmen in der Schweiz indessen grundlegend verändert. Der erste Abschnitt der vorliegenden Studie geht deshalb auf diese Thematik ein und umreisst in geraffter Form die Eckpfeiler eines wirkungsvollen Währungsrisikomanagements.

Nachdem wir in der letztjährigen Studie zentrale Sachverhalte der finanziellen Führung mit Dr. Jörg Kneuenbühler, CFO Galenica, diskutieren durften, freut es uns sehr, dass wir dieses Jahr Thomas Aebischer, CFO Holcim, dafür gewinnen konnten. Wir danken an dieser Stelle für die interessanten Einblicke in die finanzielle Führungspraxis von Holcim sowie in die spezifischen Fragestellungen, die es aufgrund der Fusion mit Lafarge zu bearbeiten gilt.

Wir wünschen Ihnen eine interessante Lektüre, die Ihnen neue Anhaltspunkte zur Bewältigung der operativen und strategischen Herausforderungen liefern mag. Wir freuen uns, Ihnen als Sparringspartner zur Seite stehen zu dürfen.

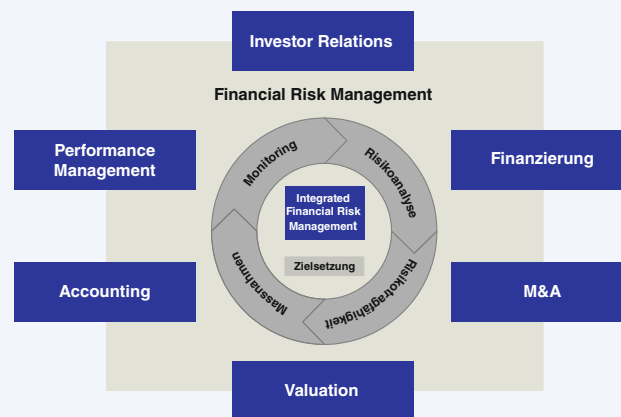
A handwritten signature in black ink, appearing to read 'T. Vettiger', with a long horizontal flourish above the name.

Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner

Währungseffekte

Nach der Aufgabe des Euro-Mindestkurses durch die Schweizerische Nationalbank (SNB) kristallisiert sich immer mehr heraus, dass sich Schweizer Unternehmen auch mittel- bis längerfristig verstärkt mit der Währungsproblematik auseinandersetzen müssen. Ein wirkungsvoller Umgang mit den Währungen verlangt eine angemessene Zielorientierung für das Währungsrisikomanagement und zwingend eine integrierte Betrachtung im Rahmen der finanziellen Unternehmensführung.

Abbildung 1: Integrated Financial Risk Management



Quelle: IFBC.

Ein integrierter Risikomanagementprozess geht über den klassischen Ansatz (Risiken identifizieren, Risiken absichern, Risiken überwachen) hinaus, indem auch eine Risikotragfähigkeit zu ermitteln und eine übergeordnete Zielorientierung im Kontext des Gesamtunternehmens anzustreben ist. Dies erst erlaubt es, sinnvoll zu entscheiden, welche der identifizierten Risiken überhaupt, inwieweit und wie abgesichert werden sollen.

- **Zieldefinition:** Einer detaillierten Analyse vorgelagert müssen im Kontext der finanziellen Gesamtführung die grundlegenden Ziele des Währungsrisikomanagements geklärt sein. Nur auf Basis einer solchen Zielsetzung kann später anhand der Risikoanalyse und der Risikotragfähigkeit entschieden werden, wie mit den Risiken umzugehen ist.
- **Risikoanalyse:** Eine fundierte Risikoanalyse hat in einem nächsten Schritt aufzuzeigen, welchen Währungsrisiken das Unternehmen ausgesetzt ist. Häufig wird dabei eine Kategorisierung angewandt, die das Währungsrisiko in Translations-, Transaktions- und ökonomisches Risiko unterteilt. Dabei wird auf die verschiedenen Wirkungsweisen von Währungsrisiken Bezug genommen. Translationsrisiken wirken auf die Bilanz und die Erfolgsrechnung, Transaktionsrisiken auf den Cash Flow und das ökonomische Risiko auf den Unternehmenswert. Diese Dreiteilung kann gedanklich von Nutzen sein, hat aber auch ihre Tücken. Die verschiedenen Währungsrisikoeffekte sind nämlich zumeist nicht so klar abgrenzbar, und es bestehen zwischen den Risikokategorien direkte Zusammenhänge. Daraus resultiert die Gefahr, dass durch eine Fokussierung auf einzelne Risikoelemente wichtige Effekte übersehen, Währungsrisiken unterschätzt und die Absicherungseffekte überschätzt werden.
- **Risikotragfähigkeit:** Angesichts der Tatsache, dass Absicherungen direkt oder indirekt Kosten verursachen, stellt sich regelmässig die Frage, welche Risiken das Unternehmen selber tragen und welche es absichern soll und bis zu welchem Grad. Bei der Analyse der Risikotragfähigkeit muss das Währungsrisiko zwingend mit Blick auf das operative (betriebliche) Risiko und die finanzierungsseitigen Risikofaktoren gesehen werden. In die Analyse können auch Value-at-Risk-Überlegungen einbezogen werden, wobei hier (mangels Normalverteilung der Währungsrisiken) zusätzliche Stresstests und Szenarioanalysen angezeigt sind.

umfassend steuern

- **Risikoabsicherung:** Auf Basis der Risikoanalyse und der Risikotragfähigkeit sowie des Einbezugs weiterer Aspekte der finanziellen Führung ist schliesslich festzulegen, welchen Risiken mit welchen Massnahmen begegnet werden soll. Dazu sind in Einklang mit den formulierten Zielen entsprechende Massnahmen zu formulieren und Absicherungen durchzuführen. Das Massnahmenbündel beginnt mit dem Einsatz klassischer Hedging-Instrumente, betrifft aber nicht selten Finanzierungsentscheidungen oder weitere operative oder strategische Massnahmen. Auch die Wahl der Konzernwährung kann in diesem Kontext als kommunikative Massnahme verstanden werden.
- **Monitoring:** Die laufende Währungsrisikosteuerung muss periodisch einer Überprüfung unterzogen und je nach Einschätzung und Veränderung der Rahmenbedingungen angepasst werden. Es ist auch laufend zu überprüfen, ob die Absicherungen effektiv und effizient sind bzw. waren. Dabei ist auf eine sinnvolle, sachrichtige Interpretation zu achten, um Fehlschlüssen entgegenzuwirken.

Integration in die finanzielle Gesamtführung Wichtiger Aspekt eines sinnvollen Risikomanagementprozesses ist dessen Integration in die finanzielle Gesamtführung auf Stufe CFO. Exemplarisch wird nachfolgend aufgezeigt, wie die einzelnen Teilbereiche der finanziellen Führung mit der Bewirtschaftung von Währungsrisiken in Zusammenhang stehen können.

- **Finanzierung:** Finanzierungsentscheidungen von Unternehmen haben einen wesentlichen Einfluss auf sämtliche Kategorien von Währungsrisiken. Es gilt ständig zwischen Zinskosten und verschiedenen Währungsrisiken abzuwägen. Auch sind Finanzierungen in Lokalwährungen (Natural Hedging) als Alternative zu Absicherungen mit Finanzinstrumenten zu evaluieren.
- **M&A:** Eine Möglichkeit, dem ökonomischen Risiko zu begegnen, sind Übernahmen ausländischer Unternehmen. Dabei kann eine hoch bewertete Heimwährung (Währungsnachteil im operativen Geschäft) auch eine strategische Chance sein, Akquisitionen «relativ» günstig zu realisieren.
- **Valuation:** Sind die Cash Flows von Investitionen (Projekten) massgeblich in Fremdwährung denominated, stellt sich im Rahmen von Projektbewertungen zusätzlich die Frage nach einer korrekten Handhabung zukünftiger Wechselkurse. Dabei ist insbesondere eine innere Konsistenz zwischen Wechselkursprojektion, Kapitalkostenherleitung und Modellierung der Cash Flows zu gewährleisten. Dies gilt nicht nur für Neuinvestitionen, sondern auch bei der Bewertung bestehender Investitionen, die der Gefahr von wechsellkursbedingten Impairments ausgesetzt sind.
- **Accounting:** Aus einer Accounting-Sicht ist nicht nur die buchhalterische Erfassung realisierter Wechselkursrisiken (z. B. Translationseffekte im Eigenkapital, Impairments) relevant, sondern auch die aktive Steuerung der entsprechenden Verbuchung. So kann beispielsweise die Gestaltung der konzerninternen Finanzierung einen Einfluss darauf haben, ob Translationseffekte im Finanzergebnis oder im Other Comprehensive Income erscheinen.
- **Performance Management:** Wertgenerierung als oberstes finanzielles Unternehmensziel berücksichtigt die risikogerechten Kosten des eingesetzten Kapitals. In diesem Zusammenhang ist zu analysieren, wie die Währungsrisiken auf die betriebliche Wertgenerierung wirken und wie im Rahmen der Messung der Management Performance mit Fremdwährungseinflüssen umzugehen ist.
- **Investor Relations:** Da Währungsrisiken und deren firmeninterne Bewirtschaftung aus Investorensicht wesentliche Sachverhalte sind, ist der Thematik in der finanziellen Berichterstattung und der externen Kommunikation die notwendige Aufmerksamkeit zu schenken.

Fazit Währungsrisikomanagement stellt eine anspruchsvolle Thematik dar. Eine erfolgreiche Bewirtschaftung firmenspezifischer Währungsrisiken erfordert eine strukturierte Vorgehensweise mit klarer Zielorientierung. Aufgrund der für viele Unternehmen grossen Tragweite des Währungsrisikomanagements sowie den zahlreichen Interdependenzen zu allen Aspekten der finanziellen Gesamtführung erachten wir es als zentral, dass dieses auf der Ebene des CFO und fallweise auch auf Gesamtführungsebene (CEO, Board) adressiert wird.

Industrie und
Transport

Industrie Studie

In der nachfolgenden Industriestudie werden die wesentlichen Erkenntnisse aus der Analyse von 137 mehrheitlich kotierten Schweizer Industrieunternehmen zusammengefasst.

1 Die Werttreiber Performance

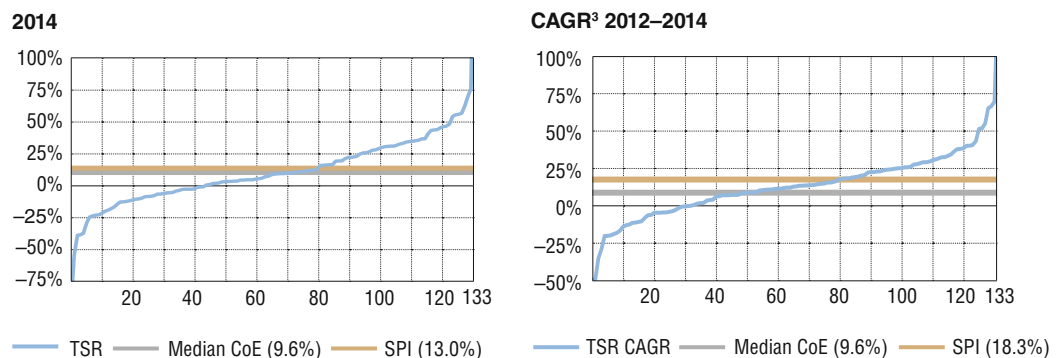
2014 setzte sich die 2013 beobachtete allgemeine Erholung der Wirtschaft fort. Unternehmen, die 2012 noch unter der Euro-Krise und dem starken Franken gelitten hatten, konnten weitere Fortschritte erzielen. Zwar war die Lage in den ausländischen Absatzmärkten teilweise immer noch angespannt, doch haben die Schweizer Industrieunternehmen gelernt, mit dieser Situation umzugehen. Zudem gab die anhaltende Frankens stabilität eine gewisse Planungssicherheit, was sich ebenfalls in den Finanzkennzahlen der betrachteten Firmen widerspiegelte. So konnten die Unternehmen ihr Wachstum beschleunigen (2013: 1.8%, 2014: 2.3%) und ihre EBIT-Marge im Vergleich zum Vorjahr im Median um 13bp auf 7.2% nochmals leicht steigern, nachdem sie im Vorjahr bereits um 48bp gestiegen war.¹ Auch die makroökonomischen Parameter deuteten per Jahresende 2014 auf weiteres konjunkturelles Wachstum hin. In der Folge des SNB-Entscheidung zur Auflösung der Wechselkursuntergrenze vom 15. Januar 2015 wurden die Wachstumserwartungen jedoch deutlich reduziert.

Werttreiber der
finanziellen Performance

Liquidität und
finanzielle Flexibilität

1.1 Positive Aktienperformance 2014 Die positive Marktentwicklung widerspiegelt sich auch in der Aktienperformance der kotierten Industrieunternehmen, wie die folgende Analyse des Total Shareholder Return (TSR) zeigt. Der TSR als Renditegrösse berücksichtigt sowohl die Aktienkursperformance (im engeren Sinn) als auch die Ausschüttungen (Dividenden, Kapitalrückzahlungen bzw. Aktienrückkäufe) während des Betrachtungszeitraums.

Abbildung 2: Total Shareholder Return zum Median Cost of Equity (CoE)² und SPI



Datengrundlage: Bloomberg, Geschäftsberichte.

Während im Jahr 2014 von den 133 untersuchten kotierten Unternehmen deren 88 bzw. 66% einen positiven TSR erzielen konnten, erreichten dies im Mehrjahresdurchschnitt zwischen 2012 und 2014 78% der untersuchten Unternehmen. Die allgemein gute Börsenperformance 2014 widerspiegelt sich in der Entwicklung des SPI, der sich 2014 um 13.0% verbesserte. Und dies, nachdem er bereits im Vorjahr um 24.6% zulegen konnte. Insgesamt erhöhte sich der SPI im Dreijahreszeitraum zwischen Januar 2012 und Dezember 2014 um durchschnittlich 18.3% p.a. Dieser Wert liegt deutlich über dem Niveau der durchschnittlichen Eigenkapitalkosten.

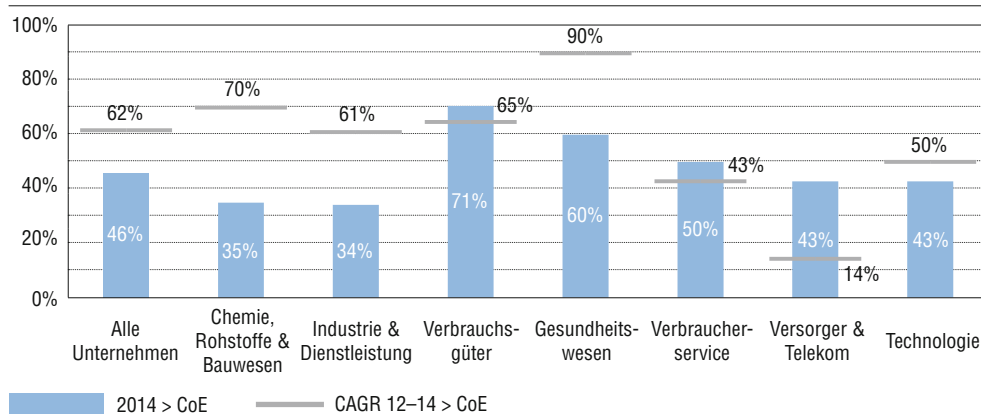
[1] Die Kennzahlen der Unternehmen für 2014 sind ab Seite 30 aufgeführt.
 [2] Die Eigenkapitalkosten werden basierend auf dem CAPM-Ansatz hergeleitet.
 [3] Durchschnittliche (finanzmathematisch ermittelte) Wachstumsrate als Compound Average Growth Rate.

der finanziellen

Vergleicht man die Aktienperformance mit dem im Firmendurchschnitt gemessenen Eigenkapitalkostensatz (Cost of Equity, CoE) und damit den langfristigen Renditeerwartungen der Investoren, so zeigt sich, dass 2014 bei weniger als der Hälfte der kotierten Unternehmen (46 %) der TSR den Eigenkapitalkostensatz überstieg. Im Dreijahresdurchschnitt lag der TSR bei fast zwei Dritteln der Unternehmen (62 %) über den Eigenkapitalkosten.

Im intersektoralen Vergleich zeigt sich ein in der Grundtendenz ähnliches Bild (vgl. Abbildung 3). Dabei lagen die für 2014 erfassten Werte in fünf von acht Sektoren tiefer (oder gleich) als die für die Dreijahresperiode 2012 bis 2014 erfassten Resultate.

Abbildung 3: Anteil Unternehmen mit einem TSR über dem Eigenkapitalkostensatz (2014, Ø 2012–2014)

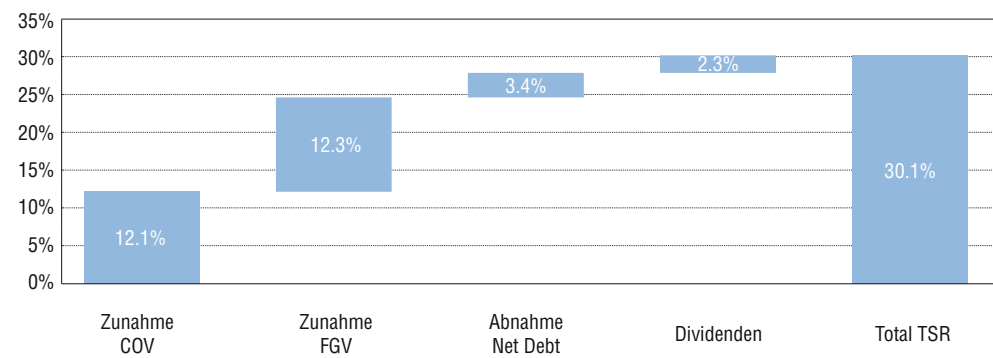


Datengrundlage: Bloomberg, Geschäftsberichte.

Betrachtet man die einzelnen Sektoren etwas näher, fällt auf, dass im Jahr 2014 einzig in den Bereichen «Verbrauchsgüter» und «Gesundheitswesen» eine Mehrheit der Unternehmen einen TSR über den Investorenerwartungen erwirtschaften konnte. Bei «Verbrauchsgütern» und «Verbraucherservices» lag der Anteil an Unternehmen mit einer Überrendite (TSR > CoE) im Jahr 2014 sogar über dem Anteil in der Dreijahresperiode. Dies gelang nur noch dem Bereich «Versorger/Telekom», der die Energieversorger sowie die Swisscom einschliesst. Die Swisscom konnte als einziges Unternehmen in diesem Bereich in beiden Betrachtungsperioden die Eigenkapitalkosten übertreffen. Demgegenüber konnte zwischen 2012 und 2014 kein einziger Energieversorger im Durchschnitt einen TSR über den Eigenkapitalkosten erzielen. Insbesondere die Jahre 2012 und 2013 fielen im Energiesektor schwach aus.

1.2 Worauf ist die positive Aktienkursentwicklung zurückzuführen? Es fragt sich nun, welche Sachverhalte hinter den TSR-Werten im Jahr 2014 stehen. Eine generell zutreffende Antwort gibt es dafür nicht; vielmehr ist jedes Unternehmen für sich zu betrachten. Beispielhaft wird dies im Folgenden anhand einer Analyse des TSR des Flughafens Zürich veranschaulicht.

Abbildung 4: TSR-Split für Flughafen Zürich 2014



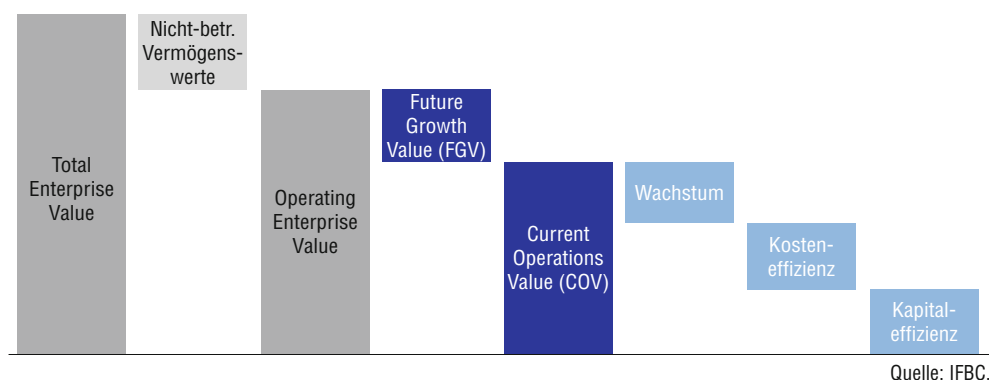
Datengrundlage: Bloomberg & Geschäftsberichte 2014.

Im Jahr 2014 betrug der TSR des Flughafens Zürich 30.1%. Dabei resultierten rund 12.1 Prozentpunkte aus der Verbesserung der aktuellen operativen Performance (Current Operations Value, COV). Der COV repräsentiert den Wert des Unternehmens unter der Voraussetzung, dass die aktuelle Performance auch in Zukunft erreicht werden kann. Weitere 12.3 Prozentpunkte der TSR-Verbesserung resultierten aus einer erhöhten Erwartung der Investoren an zukünftige Performanceverbesserungen (Future Growth Value, FGV). Der Abbau von Net Debt bzw. der Aufbau einer Net-Cash-Position hatte ebenfalls einen positiven Effekt auf den TSR (+3.4 Prozentpunkte). Die Auszahlung von Dividenden und deren rechnerische Reinvestition in die Titel der Flughafen Zürich AG beeinflussten den TSR schliesslich positiv um +2.3 Prozentpunkte.

1.3 Transformation der Erkenntnisse aus dem TSR-Split auf die finanzielle Führung eines Unternehmens Die bisherigen Analysen waren auf die Wertsteigerung für den Investor gerichtet. Aus Sicht der finanziellen Führung eines Unternehmens steht indes nicht primär die auf den Marktwert des Eigenkapitals bezogene Aktienrendite im Vordergrund, sondern die im Unternehmen insgesamt erzielte Wertgenerierung. Dementsprechend soll nun der Blick auf die Wertgenerierung «brutto», das heisst die Entwicklung des Enterprise Value, gerichtet werden.

Ähnlich wie der TSR-Split gemäss Abbildung 4 kann auch der Enterprise Value wie folgt in die wichtigsten Wertkomponenten unterteilt werden:

Abbildung 5: Die Wertkomponenten des Total Enterprise Value



Werttreiber der finanziellen Performance
 Liquidität und finanzielle Flexibilität

Der Total Enterprise Value, der sich (als Summe) aus der Marktkapitalisierung des Eigenkapitals und den Nettofinanzschulden (verzinsliches Fremdkapital abzüglich der liquiden Mittel) ergibt, kann auch nichtbetriebliche Vermögenswerte⁴ enthalten. Zur Ermittlung des operativen Unternehmenswerts (Operating Enterprise Value) sind diese vom Total Enterprise Value in Abzug zu bringen. Der Operating Enterprise Value seinerseits lässt sich wiederum in den Current Operations Value und in den Future Growth Value unterteilen.

Entsprechend dem oben Gesagten beschreibt der Future Growth Value den Mehrwert, den die Investoren in Erwartung künftiger Verbesserungen der operativen Performance für den Aktientitel zu bezahlen bereit sind. Dazu werden die zukünftigen Übergewinne unter Anwendung des durchschnittlichen (risikogerechten) Kapitalkostensatzes (WACC) diskontiert und addiert als Mehrwert ausgewiesen.⁵ Je grösser der FGV bei einem Unternehmen ausfällt, desto höher schätzen die Investoren das Entwicklungspotenzial, und umso grösser ist der Druck für das Management, diese Investorenerwartungen künftig zu erfüllen. Das Management eines Unternehmens sollte deshalb versuchen, den FGV durch proaktive, realitätsbezogene Investorenkommunikation zu steuern.

[4] Nichtbetriebliche Vermögenswerte entsprechen dem Wert derjenigen Bilanzpositionen, die für den Betrieb des Unternehmens nicht notwendig sind. Beispiele dafür sind betriebsfremde Immobilien oder Liquiditätsbestände, die über die betriebsnotwendige Liquidität hinaus gehalten werden. Da die Höhe der betriebsnotwendigen Liquidität unternehmensspezifisch ermittelt werden muss, wird in der vorliegenden Auswertung der gesamte Liquiditätsbestand als nicht-betriebsnotwendig berücksichtigt.

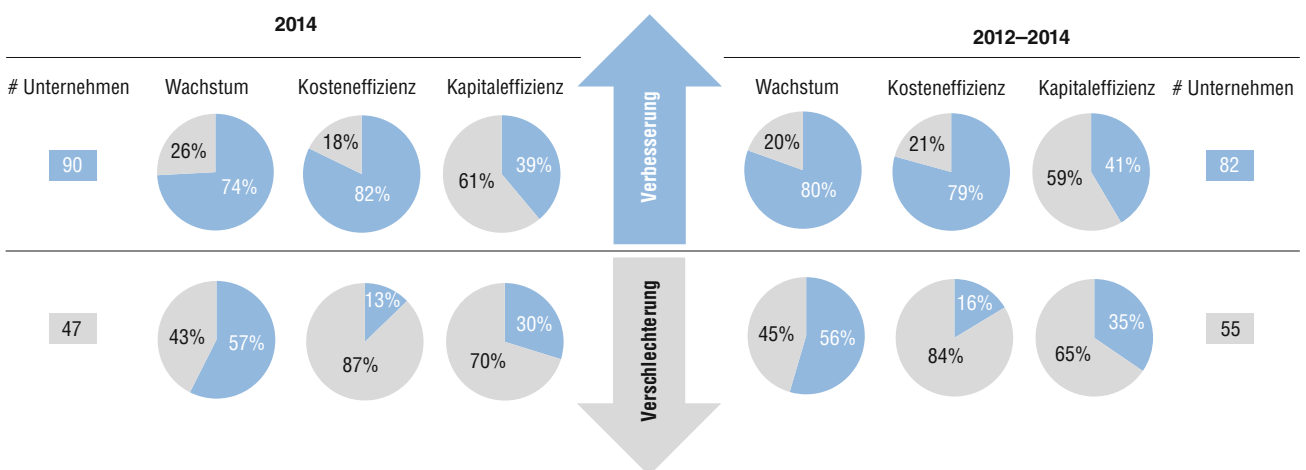
[5]
$$FGV = \sum \frac{\Delta EP_t}{(1+WACC)^t}$$

Der Current Operations Value widerspiegelt den Barwert der aktuellen operativen Performance und damit den Wert der (addierten) diskontierten zukünftigen Free Cash Flows, wenn das aktuelle Ertragsniveau auch in Zukunft gehalten werden kann. Dazu wird der aktuelle Economic Profit mit dem WACC kapitalisiert, und zu dieser Wertkomponente wird das operativ investierte Kapital (Invested Capital, IC) addiert.⁶ Der COV wiederum kann in die Werttreiber Wachstum, Kosteneffizienz und Kapitaleffizienz unterteilt werden.

Als Kennzahl der operativen Performance wird der **Economic Profit (EP)** herangezogen. Anders als die Gewinngrößen EBITDA oder EBIT berücksichtigt der Economic Profit auch die Kosten für das operativ investierte Kapital bzw. im Vergleich zum Reingewinn der Erfolgsrechnung auch die Eigenkapitalkosten. Damit beeinflusst neben Umsatz- und Margenverbesserungen auch eine effizientere Bewirtschaftung des investierten Kapitals den Economic Profit positiv (vgl. dazu auch das Interview mit Thomas Aebischer, CFO Holcim).

Im Rahmen einer weitsichtigen finanziellen Führung eines Unternehmens ist es wichtig, die Verbesserungspotenziale seitens der operativen Werttreiber zu erkennen. In einem ersten Schritt ist dazu die historische Entwicklung von Wachstum, Kosteneffizienz und Kapitaleffizienz zu untersuchen. Abbildung 6 fasst die Entwicklung des Current Operations Value und dessen Werttreiber über die untersuchten Unternehmen hinweg zusammen.

Abbildung 6: Entwicklung des COV und dessen Werttreiber



Lesebeispiel: 2014 konnten 90 Unternehmen ihren COV erhöhen. 74% dieser Unternehmen erwirtschafteten ein positives Wachstum, während sich bei 61% dieser Unternehmen die Kapitaleffizienz reduzierte. Zwischen 2012 und 2014 ging der COV bei 55 Unternehmen zurück, wobei sich bei 84% dieser Unternehmen die Kosteneffizienz verschlechterte.

Datengrundlage: Bloomberg, Geschäftsberichte.

[6] $COV = \frac{EP}{WACC} + IC$

Die Grafik gemäss Abbildung 6 zeigt ein ähnliches Bild wie in der letztjährigen Studie. Über die Hälfte der Unternehmen musste sowohl 2014 als auch in der Dreijahresbetrachtung eine Verschlechterung der Kapitaleffizienz hinnehmen. Dies unabhängig davon, ob sich der COV der Unternehmen verbesserte oder verschlechterte. Demgegenüber konnte die Mehrheit der Unternehmen 2014 von Wachstum profitieren, selbst wenn insgesamt ein COV-Rückgang resultierte.

Deutliche Unterschiede zwischen Unternehmen mit einer COV-Steigerung und solchen mit einer COV-Reduktion zeigen sich indessen in der Kosteneffizienz. Während sich 2014 bei 82% der Unternehmen mit einer COV-Verbesserung (79% im Dreijahresvergleich) die Margensituation positiv entwickelte, litten 2014 87% der Unternehmen mit reduziertem COV (bzw. 84% in der Dreijahresbetrachtung) unter einem Margenrückgang.

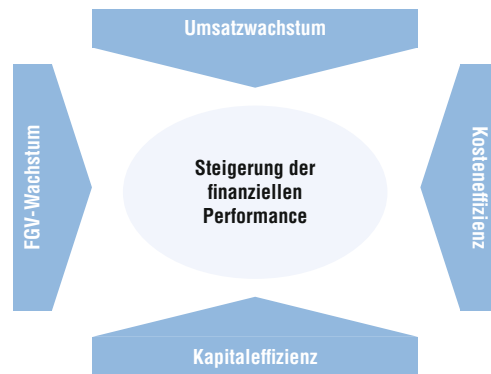
Daraus lässt sich schliessen, dass vor allem die Margenverbesserung entscheidend für die positive Entwicklung des COV war, und dies sowohl 2014 als auch im Dreijahresdurchschnitt.

Eine vertiefte und wesentlich weiterführende Analyse der Werttreiber lässt sich nur auf Stufe jedes einzelnen Unternehmens vornehmen. Unter Einbezug des Entwicklungspotenzials beim Future Growth Value können die Unternehmen aber immerhin in vier verschiedene Wertmuster, sogenannte Value Patterns, unterteilt werden. Anhand der Entwicklung innerhalb dieser Value Patterns lässt sich beurteilen, in welchen Bereichen sich ein Unternehmen in den letzten Jahren verbesserte oder wo noch Verbesserungspotenzial besteht.

Im Rahmen einer effektiven finanziellen Führung sind in diesen Value Patterns Umsetzungsmassnahmen zu definieren, um das aktuelle Performanceniveau innerhalb der entsprechenden Werttreiber halten bzw. das Entwicklungspotenzial des Unternehmens voll ausschöpfen zu können. In Abbildung 7 sind mögliche Massnahmen zur Sicherung des bestehenden Performanceniveaus bzw. Möglichkeiten zur Realisierung von Wertpotenzialen schematisch dargestellt. Zudem sind Unternehmen aufgeführt, die 2014 in den jeweiligen Value Patterns eine Verbesserung erzielten.

Werttreiber der finanziellen Performance
Liquidität und finanzielle Flexibilität

Abbildung 7: Die vier Value Patterns der operativen Performance



Value Patterns	Mögliche Massnahmen zur Realisierung von Wertpotenzialen	Beispielunternehmen
Umsatzwachstum	<ul style="list-style-type: none"> Verstärkte Marktbearbeitung in bestehenden und neuen Märkten Wachstum durch innovative Produkte Identifikation potenziell möglicher Akquisitionsobjekte 	<ul style="list-style-type: none"> Feintool Komax Lindt & Sprüngli Dufry Datacolor
Kosteneffizienz	<ul style="list-style-type: none"> Identifikation von Kostensenkungspotenzialen Zielgerichtetes (Akquisitions-)Controlling zur Sicherung der Margen bei starkem Wachstum Identifikation möglicher Skaleneffekte 	<ul style="list-style-type: none"> Feintool Kardex Autoneum Hochdorf
Kapitaleffizienz	<ul style="list-style-type: none"> Verbesserung des Net-Working-Capital-Managements Bestimmung des operativ notwendigen Cash-Bestands Identifikation von Verwendungsalternativen bzw. Investitionsmöglichkeiten von Überschussliquidität Konsequente Projektbeurteilungen unter Berücksichtigung der risikogerechten Kapitalkosten 	<ul style="list-style-type: none"> Clariant ABB Bobst Group Walter Meier Lonza Valora
FGV-Wachstum	<ul style="list-style-type: none"> Proaktive Kommunikation mit den Investoren Target Setting unter Einbezug der Investorenerwartungen Stetige Überprüfung des Zielerreichungsgrads 	<ul style="list-style-type: none"> Conzzeta Walter Meier Aryzta Straumann

Quelle: IFBC.

1.4 TSR-Entwicklung in Abhängigkeit der Werttreiber Interessant ist nun, welche Unternehmen den höchsten TSR erwirtschaften konnten. Es zeigt sich, dass ein deutlicher Zusammenhang zwischen dem Werttreiber FGV-Wachstum und dem Total Shareholder Return besteht. Jedoch weisen 90% der Unternehmen mit positivem FGV-Wachstum gleichzeitig positive Entwicklungen von mindestens einem der drei operativen Werttreiber auf. Dies lässt darauf schliessen, dass ein Zusammenhang zwischen der Entwicklung des FGV und den operativen Werttreibern besteht. Insbesondere das Umsatzwachstum wirkt sich positiv auf das FGV-Wachstum aus. Für die weitere Untersuchung wird deshalb nur auf die operativen Werttreiber abgestellt, wobei die Kapitaleffizienz aufgrund des geringeren Einflusses auf den COV und somit den TSR bei der Analyse nicht weiter beachtet wird.

Wie Abbildung 8 zeigt, generieren Unternehmen mit positivem Umsatzwachstum und positiver Kosteneffizienz auch einen hohen Median-TSR von 20.3%. Unternehmen, bei denen beide Werttreiber negativ sind, erzielten im Gegensatz dazu einen negativen TSR (Median: -10.0%). Interessant ist der Vergleich zwischen Unternehmen mit jeweils einem positiven und einem negativen Werttreiber. Es zeigt sich, dass Unternehmen, die ihren Umsatz zulasten ihrer Kosteneffizienz erhöht haben, einen höheren TSR aufweisen (Median: 9.0%) als Unternehmen mit einer positiven Kosteneffizienz und einem negativen Umsatzwachstum (Median: 3.9%).

Abbildung 8: TSR-Entwicklung 2014 der Value Patterns Umsatzwachstum und Kosteneffizienz

Median TSR (Anzahl Unternehmen)		Kosteneffizienz	
		Abnahme	Zunahme
Umsatz- wachstum	Zunahme	9.0 % (39)	20.3 % (51)
	Abnahme	-10.0 % (16)	3.9 % (27)

Werttreiber der
finanziellen Performance

Liquidität und
finanzielle Flexibilität

Quelle: IFBC.

1.5 Einfluss des Währungsrisikomanagements auf die finanzielle Performance

Währungsrisiken und somit der SNB-Entscheid vom 15. Januar 2015 wirken sich auf alle Werttreiber des Unternehmens aus. Dabei haben alle Formen von Währungsrisiken einen potenziellen Einfluss auf die Werttreiber, was am Beispiel Wachstum gezeigt werden soll. Das typische Transaktionsrisiko beeinflusst zum Beispiel den Umsatz von Schweizer Exportunternehmen, die am 15. Januar ausstehende Debitoren in Euro hatten. Durch den SNB-Entscheid verloren diese an Wert, was den Umsatzerlös auf bereits gelieferter Ware in Schweizer Franken schmälert, sofern diese nicht abgesichert waren. Die Translationsrisiken wirken sich dann negativ auf das ausgewiesene konsolidierte Wachstum aus, wenn eine ausländische Tochtergesellschaft Umsätze in einer Fremdwährung generiert, die in Schweizer Franken umgerechnet werden. Aufgrund des SNB-Entscheids akzentuierte sich aber insbesondere das ökonomische Risiko bezüglich des Umsatzwachstums 2015. Durch den stärkeren Schweizer Franken erhöhen sich die Preise von Exportgütern, wodurch die Nachfrage reduziert wird. Aber auch Unternehmen ohne Ausland-Exposure können vom stärkeren Schweizer Franken durch ein attraktiveres Pricing ausländischer Anbieter betroffen sein. Insgesamt ist zu erwarten, dass bei Exportunternehmen der Werttreiber Wachstum im Jahr 2015 stark unter Druck geraten dürfte.

Auch die Werttreiber Kosten- und Kapitaleffizienz werden durch Transaktions-, Translations- und ökonomische Risiken beeinflusst. Je nachdem, in welchen Währungen Kosten anfallen oder Anlagen und Verbindlichkeiten gebucht sind, können die Auswirkungen eines Währungseffekts auf diese beiden Werttreiber unterschiedlich sein. Es ist deshalb notwendig, die Auswirkungen der neuen Währungssituation auf die Werttreiber eines Unternehmens genau zu analysieren und sinnvolle Massnahmen zu treffen, sofern dies nicht bereits geschehen ist.

Unternehmensp

Holcim ist der grösste Baustoffhersteller der Welt mit einer Marktkapitalisierung von CHF 23.3 Mrd. per Ende 2014. Im vergangenen Jahr erzielte das Unternehmen mit seinen rund 68'000 Mitarbeitenden einen Umsatz von CHF 19.1 Mrd. Holcim produziert und vertreibt Zement, Zuschlagstoffe und weitere Baustoffe (z. B. Beton) in den fünf Konzernregionen:

Abbildung 9: Betriebsgewinn nach Konzernregionen

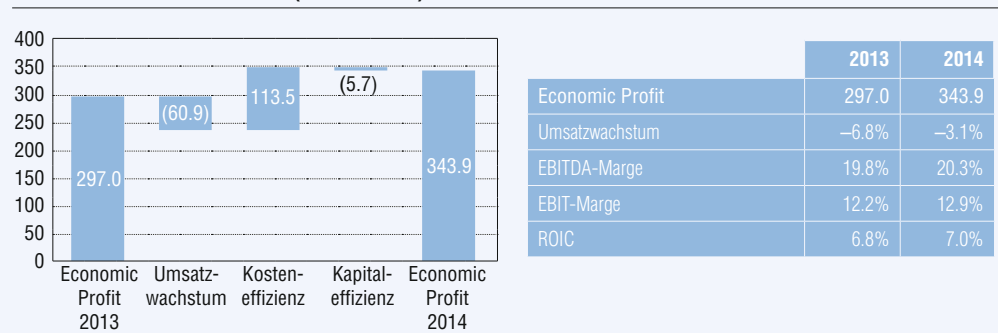
Asien, Ozeanien	Lateinamerika	Europa	Nordamerika	Afrika, Naher Osten
CHF 934 Mio.	CHF 663 Mio.	CHF 510 Mio.	CHF 314 Mio.	CHF 220 Mio.

Quelle: Geschäftsbericht Holcim.

Der Aktienkurs von Holcim nahm im Jahr 2014 um 6.9% zu. Unter Berücksichtigung der Dividendenzahlungen resultierte 2014 ein Total Shareholder Return (TSR) von +8.7%. Damit gehört Holcim zu den Unternehmen, bei denen der TSR die Eigenkapitalkosten übertraf.

Während der Rückgang des FGV (Future Growth Value) reduzierend wirkte, hatte die Verbesserung der operativen Performance (COV) respektive des Economic Profit einen positiven Effekt auf den TSR. Abbildung 10 zeigt die Entwicklung des Economic Profit, der Werttreiber sowie ausgewählte Kennzahlen der operativen Performance für 2013 und 2014.

Abbildung 10: Werttreiberanalyse und Kennzahlen der operativen Performance von Holcim für die Jahre 2013 und 2014 (in CHF Mio.)⁷



Datengrundlage: Bloomberg, Geschäftsberichte.

Wie aus Abbildung 10 ersichtlich ist, konnte der Economic Profit insbesondere aufgrund der verbesserten Kosteneffizienz gesteigert werden, was sich auch in den Margenerhöhungen reflektiert. Der Umsatz in CHF war ein weiteres Jahr leicht rückläufig. Die Rendite auf dem investierten Kapital (ROIC) konnte hingegen gesteigert werden.

Das Jahr 2015 steht im Zeichen der Fusion mit Lafarge, hinter Holcim der zweitgrösste Baustoffhersteller weltweit. Die Transaktion wurde im Mai 2015 von den Aktionären von Holcim gutgeheissen und soll im Juli 2015 abgeschlossen werden. Der neue Konzern, LafargeHolcim, wird kombiniert einen Umsatz von etwa CHF 33 Mrd. erzielen.

[7] Die im Rahmen dieser Studie berechneten Performance-Kennzahlen wurden standardisiert berechnet und weichen deshalb von den Holcim-internen Kennzahlen zu HVA (Holcim Value Added) und ROIC ab.

Portrait von Holcim

Interview mit Thomas Aebischer, CFO Holcim



IFBC: Welches sind die Hauptelemente der finanziellen Führung bei Holcim? Wie setzen Sie diese operativ um?

Thomas Aebischer: Unser zentrales Führungsinstrument ist die Verbindung der variablen Vergütung des Managements mit der operativen Wertschaffung. Bei der Messung der Wertschaffung basieren wir auf dem Holcim Value Added (HVA) und der Entwicklung der wesentlichen Werttreiber. Dies erlaubt uns, eine auf nachhaltige Wertschaffung ausgerichtete finanzielle Führung konsequent umzusetzen. Die Zieldefinition basiert dabei auf einem Rolling Forecast, der einen Zeitraum von 18 Monaten abdeckt. Daraus leiten Verwaltungsrat und Konzernleitung jeweils die Zielsetzungen (Ambition Levels) für die kommenden drei Jahre ab, die anschliessend im Rahmen eines Bottom-up-Prozesses verifiziert werden. Die hohe Kapitalintensität unseres Geschäfts verlangt zudem eine korrekte Bewertung und Priorisierung anstehender Investitionsvorhaben und anschliessend eine konsequente Umsetzung. Dafür haben wir spezifische Tools entwickelt und Prozesse implementiert.

Wirft man einen Blick auf die Entwicklung der Werttreiber von Holcim über die letzten drei Jahre, fällt auf, dass Sie trotz negativem Umsatzwachstum die Kosteneffizienz wesentlich steigern konnten und sich auch die Kapitaleffizienz positiv entwickelte. Wie beurteilen Sie die Entwicklung der Werttreiber?

Zur Umsatzentwicklung ist zu sagen, dass der negative Effekt einzig aus der Währungsentwicklung der letzten Jahre resultierte. Gemessen in Lokalwährungen konnten wir unseren Umsatz jedes Jahr steigern. Die positive Entwicklung der Kostenseite ist insbesondere auf unsere konzernweite Initiative «Holcim Leadership Journey» zurückzuführen. Dabei handelt es sich nicht um ein reines Kostensenkungsprogramm, sondern vielmehr um eine Fokussierung auf die Wertgenerierung und die Ausschöpfung bestehender Potenziale. Dabei stehen insbesondere die Beschaffung, die Fixkosten, die in unserer Industrie einen sehr hohen Anteil ausmachen, sowie die Optimierung der Transportkosten im Vordergrund. Hinsichtlich der Kapitaleffizienz gilt es festzuhalten, dass sich Holcim in einer der kapitalintensivsten Industrien bewegt. Deshalb ist die wertgenerierende Bewirtschaftung des Kapitals ein Eckpfeiler innerhalb der finanziellen Führung. Dazu wird beispielsweise basierend auf einem monatlichen Reporting die Entwicklung des Net Working Capital eng gesteuert, damit notwendige Massnahmen zeitnah umgesetzt werden können. Ersatz- wie auch Erweiterungsinvestitionen werden basierend auf einer standardisierten Bewertungsmethodik beurteilt, wobei der aktuelle Fokus auf der Erhöhung der Auslastung anstelle von Erweiterungsinvestitionen liegt.

Was sind aus Ihrer Sicht die wesentlichen Herausforderungen, mit denen ein CFO zukünftig konfrontiert sein wird? Wie wird bei Holcim damit umgegangen?

Eine der grössten Herausforderungen für die finanzielle Führung eines Unternehmens ist zweifelsohne die Währungsproblematik. Bei Holcim versuchen wir, diese Währungsrisiken zu minimieren, indem beispielsweise zur Finanzierung der operativen Einheiten in den einzelnen Ländern Darlehen und Anleihen in lokaler Währungen aufgenommen (Natural Hedge) werden und somit das Translationsrisiko reduziert wird. Transaktionsrisiken werden hingegen nur im Einzelfall durch entsprechende Finanzinstrumente abgesichert. Dies insbesondere bei Dividendenzahlungen aus Ländern mit hoch volatilen Währungen oder bei grösseren Transaktionen.

Was sind die wesentlichen Herausforderungen im Sinne der finanziellen Führung bei der Fusion mit Lafarge?

Ein Hauptaugenmerk legen wir bei der Post-Merger-Integration auf das Asset- und Liability-Management. Zur Erfüllung der wettbewerbsrechtlichen Anforderungen mussten einzelne operative Gesellschaften verkauft werden. Den in diesem Zusammenhang resultierenden Mittelzufluss gilt es nun optimal und wertvermehrend zu nutzen. Zudem sind die Finanzierungen mit Blick auf das Translationsrisiko zu beurteilen und allenfalls neu zu gestalten.

Eine weitere Herausforderung besteht darin, die eher zentralistische Organisation im Finanzbereich von Lafarge in die eher dezentrale Führungsstruktur von Holcim zu integrieren. Für die finanzielle Führung des neuen Konzerns basieren wir auf den von Holcim in den letzten Jahren entwickelten Führungsinstrumenten (u. a. HVA) und den etablierten Planungsprozessen.

2 Liquidität und Flexibilität

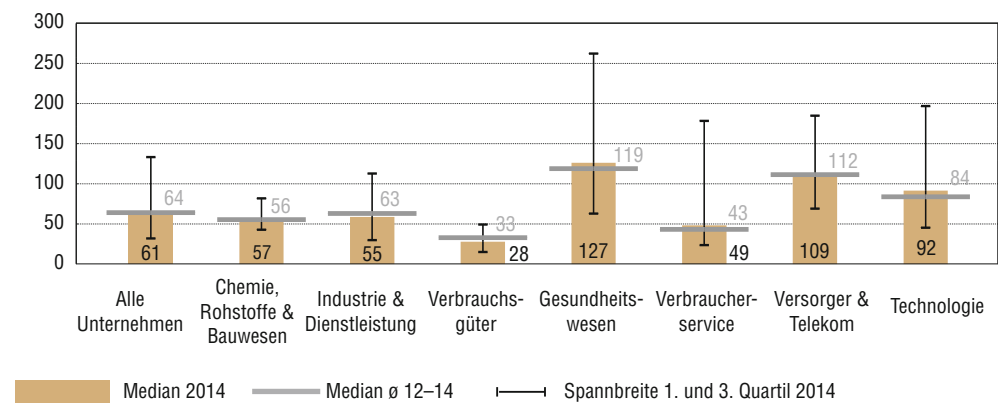
Die Steigerung der operativen Performance stellt nur einen Teil eines umfassenden finanziellen Führungsansatzes dar. Im Sinn der finanziellen Grundfunktion hat die finanzielle Führung auch die Anforderungen an die betriebliche Liquidität jederzeit sicherzustellen und die Kapitalstruktur so auszugestalten, dass situationsgerecht, das heisst flexibel auf geänderte Finanzierungsbedürfnisse reagiert werden kann.

2.1 Sicherstellung einer jederzeitigen Zahlungsbereitschaft Reichen die liquiden Mittel nicht aus, um allen fälligen Verpflichtungen nachzukommen, ist die Firmenexistenz akut gefährdet. Dieses Risiko muss unter anderem über die Bereitstellung eines angemessenen Liquiditätspuffers eingegrenzt und entschärft werden.⁸

Die in diesem Zusammenhang wichtige Beurteilung der Zahlungsfähigkeit der erfassten Unternehmen wird nachfolgend anhand der sogenannten Cash Burn Rate vorgenommen. Die Cash Burn Rate entspricht der (theoretischen) Zeitdauer, bis die vorhandenen liquiden Mittel zur Deckung der laufenden liquiditätswirksamen Aufwendungen aufgebraucht wären, wenn sämtliche operativen Einnahmen ausfallen würden. Zur Herleitung werden die liquiden Mittel⁹ durch die als Tagesdurchschnittswert erfassten operativen Ausgaben dividiert. In Abbildung 11 ist die Cash Burn Rate für die einzelnen Sektoren dargestellt.

Werttreiber der finanziellen Performance
Liquidität und finanzielle Flexibilität

Abbildung 11: Cash Burn Rate in Tagen (2014, \bar{x} 2012–2014)



Datengrundlage: Bloomberg, Geschäftsberichte.

Die Cash Burn Rate lag 2014 im Median bei 61 Tagen und damit leicht unter dem Vorjahreswert (62 Tage). Somit könnte ein Unternehmen (theoretisch) im Durchschnitt rund zwei Monate lang die operativen Ausgaben decken, auch wenn keine operativen Einnahmen erzielt würden. Deutliche Unterschiede ergeben sich im intersektoralen Vergleich: Die höchsten Cash Burn Rates waren im Gesundheitssektor, insbesondere bei Biotech-Unternehmen, zu beobachten. Dies hängt mit den noch geringen Einnahmen während den hier besonders wesentlichen Entwicklungsphasen von Produkten und den daraus notwendig werdenden Liquiditätsreserven zusammen. Im Sektor Versorger/Telekom nahm der Median der Cash Burn Rate von 134 Tagen auf 109 Tage ab. Eine Erklärung für die Abnahme könnte

[8] Vgl. dazu auch IFBC (2009): White Paper Nr. 13 – Optimale Liquiditätshaltung, www.ifbc.ch.

[9] Die liquiden Mittel setzen sich zusammen aus Bargeldbeständen und Bankguthaben sowie kurzfristig liquidierbaren Wertpapieren. Zugesicherte, offene Kreditlimiten konnten im Rahmen dieser Studie für diese Grösse nicht berücksichtigt werden.

finanzielle

der anhaltende Preisdruck im Elektrizitätsmarkt sein, der bei einzelnen Unternehmen zu einer Verringerung des Liquiditätsbestands führte. Die grosse Spannweite innerhalb einzelner Sektoren weist auf die von den Geschäftsmodellen abhängigen unterschiedlichen Liquiditätsbedürfnisse der einzelnen Unternehmen hin.

Die im Durchschnitt bereits im Jahr 2014 leicht reduzierte Cash Burn Rate konnte aufgrund des SNB-Entscheids vom Januar dieses Jahres weiter unter Druck kommen. Mit einer Verringerung dieser Grösse und der damit verbundenen Reduktion des Cash-Puffers erhöht sich das Risiko eines Liquiditätsengpasses. Den Liquiditätspuffer deshalb einfach zu erhöhen, ist jedoch nicht in jedem Fall im Sinne einer effizienten finanziellen Unternehmensführung. Deshalb sollte im Rahmen der Liquiditätsplanung in einem ersten Schritt das operativ notwendige Cash-Niveau mittels einer weitsichtigen und szenariobasierten Liquiditätsvorschau geschätzt werden. In einem zweiten Schritt gilt es, allfällige als nicht operativ notwendig erachtete liquide Mittel so zu investieren, dass die Opportunitätskosten der Liquiditätshaltung minimiert werden können. Zeigt die Analyse, dass der notwendige Liquiditätspuffer den bestehenden Cash-Bestand übersteigt, gilt es, Massnahmen zu definieren, die die Liquidität stärken. Mit der Aufhebung des Mindestkurses steigt der Druck auf die Erwirtschaftung des operativen Cash Flows und die Realisierung von Investitionsvorhaben. Jedoch besteht damit die Gefahr, potenzielle Wachstumschancen zu vergeben. Eine andere Möglichkeit, den Liquiditätspuffer zu vergrössern, besteht darin, über zusätzliche Finanzierungsinstrumente wie zum Beispiel eine Committed Credit Line dem temporären Risiko mangelnder Liquidität entgegenzuwirken. Dies ist jedoch nur dann möglich, wenn das Unternehmen über zusätzliche Verschuldungskapazität verfügt (vgl. nachfolgender Abschnitt).

2.2 Flexibilität in der Finanzierung Die Gestaltung der Kapitalstruktur ist ein wesentliches Element der strategischen Finanzpolitik. Während Eigenkapital langfristig und unbefristet zur Verfügung steht, dient das Fremdkapital zu wesentlichen Teilen der Deckung von kurz- bis mittelfristigen Finanzierungsbedürfnissen oder nicht selten auch zur Überbrückung unerwartet auftretender, temporärer Liquiditätsengpässe. Die Fähigkeit eines Unternehmens, zusätzliches Fremdkapital aufzunehmen, ermöglicht somit nicht nur die Realisierung rentabler Investitionsvorhaben, sondern ist auch ein wichtiges Element einer wirksamen Liquiditätssicherung.

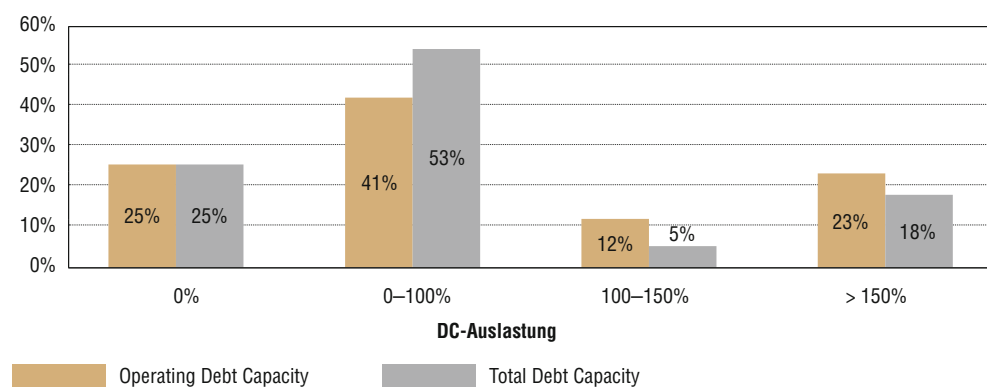
Die Beurteilung des Verschuldungspotenzials eines Unternehmens lässt sich anhand der sogenannte Debt Capacity (DC) vornehmen. Anders als bei den rein bilanziellen Finanzstrukturkennzahlen wird dabei auch die operative Cash-Flow-Generierung berücksichtigt. Namentlich Banken wenden im Firmenkundengeschäft das DC-Modell an, um das bestehende bzw. zusätzliche Verschuldungspotenzial eines Kreditnehmers abzuschätzen. Dabei wird zwischen der Operating DC und der Total DC unterschieden. Die Operating DC entspricht dem Barwert derjenigen Cash Flows, die zur Tilgung der verzinslichen Verbindlichkeiten über einen Zeitraum von rund sieben Jahren (bzw. rund zehn Jahren bei Versorgungsunternehmen) theoretisch zur Verfügung stehen.¹⁰ Um die

Werttreiber der finanziellen Performance
Liquidität und finanzielle Flexibilität

[10] In der Praxis wird die Debt Capacity unternehmensspezifisch hergeleitet. Demgegenüber musste im Rahmen dieser Studie ein standardisiertes Vorgehen angewendet werden. Der für die DC-Berechnung im Jahr 2014 relevante Cash Flow entspricht dem um ausserordentliche Ereignisse bereinigten EBITDA 2014 abzüglich der durchschnittlichen Abschreibungen der Jahre 2012 bis 2014 (Ersatzinvestitionen), der Dividende des Jahres 2014 und der kalkulatorischen Steuern. Die daraus resultierende (jahresdurchschnittliche) Geldflussgrösse wird über einen Zeitraum von sieben respektive zehn Jahren mit einem bei Banken üblichen Zinssatz von 4.5% (nach Steuern) ohne Berücksichtigung von zusätzlichem Wachstum kapitalisiert.

aktuelle Auslastung zu messen, werden die bestehenden verzinslichen Verbindlichkeiten abzüglich der nicht betriebsnotwendigen Vermögenswerte¹¹ durch die ermittelte Operating DC dividiert. Die Operating DC wird in der Bankpraxis oft in die Total DC überführt. Dabei wird die Möglichkeit berücksichtigt, im Besitz des Unternehmens befindliche Immobilien zu belehnen, was ein zusätzliches Verschuldungspotenzial begründet. Dazu wird in einem vereinfachten Vorgehen die Operating DC um den mit einem Belehnungssatz multiplizierten Wert der Immobilien erhöht.¹² Aus dieser Addition resultiert dann die Total DC. Die Grafik gemäss Abbildung 12 zeigt die Verteilung der Auslastung innerhalb der untersuchten Unternehmen bezüglich der Operating DC und der Total DC.

Abbildung 12: Analyse der Debt Capacity 2014



Datengrundlage: Bloomberg, Geschäftsberichte.

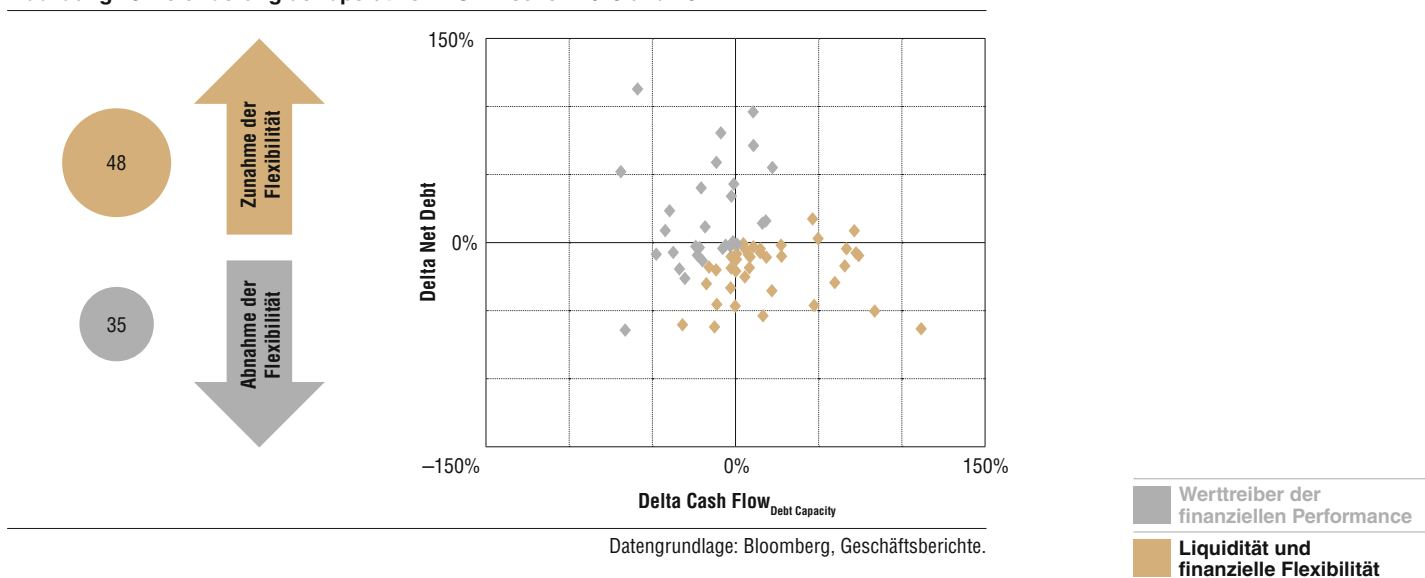
Im Vergleich zum Vorjahr hat sich der Anteil an Unternehmen, bei denen die Nettoverschuldung die operative Verschuldungskapazität übersteigt (Operating DC >100%), von 39 auf 35% leicht reduziert. 23% (Vorjahr: 29%) der Unternehmen verfügten jedoch nach wie vor über eine Auslastung von mehr als 150% und somit über eingeschränkte (oder gar fehlende) Möglichkeiten, zusätzliches Fremdkapital zu beschaffen.

Bei Berücksichtigung des (zusätzlichen) Verschuldungspotenzials aus Immobilienbesitz verringert sich naturgemäss der Anteil an Unternehmen mit einer Auslastung der Total DC von über 100%. Allerdings weisen immer noch 23% (Vorjahr: 27%) der Unternehmen eine Auslastung von 100% und mehr auf. Die Analyse der Veränderung der operativen DC zwischen 2014 und dem Vorjahr (vgl. Abbildung 13) zeigt, dass 48 von 83 Unternehmen ihre DC-Auslastung verringern konnten und damit tendenziell auch ihre Flexibilität in der Finanzierung erhöht haben dürften. Bei 35 Unternehmen nahm die DC-Auslastung hingegen zu, wodurch sich die Möglichkeit, zusätzliches Fremdkapital aufzunehmen, verringerte.¹³

[11] Im Unterschied zur Analyse der finanziellen Performance wird bei der Ermittlung der Nettoverschuldung nur Überschussliquidität berücksichtigt. Diese Grösse wird bei der DC-Analyse analog zur Praxis der kreditgebenden Banken als Differenz zwischen den tatsächlich gehaltenen liquiden Mitteln und dem Bestand an liquiden Mitteln definiert, der notwendig wäre, um über einen Zeitraum von 60 Tagen die liquiditätswirksamen Aufwendungen abzudecken.

[12] In dieser Studie wurde als Näherungsgrösse für den Marktwert der Immobilien der Buchwert verwendet. Der durchschnittliche Belehnungssatz wurde mit 67% unterstellt.

Abbildung 13: Veränderung der operativen DC zwischen 2013 und 2014



Sucht man nach den Gründen für die veränderte DC-Auslastung, so zeigt sich, dass sich bei Unternehmen mit einer verbesserten DC-Konstellation zum einen das Cash-Flow-Aufkommen verbesserte und zum anderen die Nettoverschuldung leicht verringerte. Unternehmen mit einer erhöhten DC-Auslastung und damit einer tendenziell reduzierten Flexibilität wiesen vor allem eine Erhöhung der Nettoverschuldung auf. Dies, nachdem diese Unternehmen 2013 vor allem noch unter dem Rückgang des zur DC-Berechnung relevanten Cash Flows litten.

Damit zeigt sich, dass die operative Finanzkraft (Cash Flow) einen wesentlichen Einfluss auf die Finanzierungspolitik hat. Es reicht daher keinesfalls aus, die Kapitalbeschaffung anhand einer statischen Zielkapitalstruktur zu lenken. Vielmehr muss die Finanzierungsstrategie langfristig ausgerichtet und auf die operative Performance des Unternehmens abgestimmt werden. In der aktuellen Wirtschaftslage gilt dies noch in erhöhtem Mass. Bei einem deutlichen Rückgang des Cash-Flow-Aufkommens besteht die Gefahr, dass Banken die Verschuldungskapazität plötzlich als unzureichend beurteilen, selbst wenn die Nettoverschuldung unverändert bleibt. Dieses Risiko besteht insbesondere dann, wenn die Verbindlichkeiten in der Schweiz aufgenommen wurden, die Cash Flows jedoch vor allem in Fremdwährungen erwirtschaftet werden. Dies ist ein Beispiel für sogenannte strukturelle Translationsrisiken respektive zukünftige Transaktionsrisiken. Solche Translationsrisiken können durch ein natürliches Hedging abgesichert werden, indem beispielsweise lokal finanziert wird. Praktisch sind jedoch Aspekte wie zum Beispiel die Zinshöhe, die Komplexität der Finanzierung sowie der Verwendungsort der Liquidität zu beachten.

[13] 19 Unternehmen wiesen sowohl 2013 als auch 2014 eine DC-Auslastung von 0% auf. Diese Firmen sowie diejenigen 35 Unternehmen, die 2013 oder 2014 einen negativen Cash Flow aufwiesen, wurden in der Auswertung gemäss Abbildung 13 nicht berücksichtigt.

FOLGERUNGEN

Folgerungen

In der vorliegenden Studie wurden in der Schweiz kotierte Unternehmen (exklusive Finanz- und Immobiliensektor), über die eine ausreichende Datengrundlage vorliegt, einer finanziellen Analyse unterzogen. Zusätzlich wurden drei nicht kotierte Firmen berücksichtigt, die an der SIX jedoch eine Anleihe ausstehend haben. Im Folgenden werden die wesentlichen Erkenntnisse der Studie zusammengefasst und Handlungsempfehlungen zu den zentralen Herausforderungen abgegeben.

3 Folgerungen

Steigende Aktienkurse dank verbesserter operativer Performance Die 2014 vorherrschende positive Stimmung widerspiegelt sich nicht nur im Aktienmarkt, sondern auch in der finanziellen Performance der von uns betrachteten Unternehmen. Zwar war die wirtschaftliche Lage in den ausländischen Absatzmärkten immer noch angespannt, doch haben viele Firmen gelernt, mit den härteren Rahmenbedingungen umzugehen. Rund zwei Drittel der Unternehmen konnten die operative Performance denn auch verbessern. Die Analyse der relevanten Werttreiber zeigt weiter, dass 2014 insbesondere die Verbesserung der Kosteneffizienz ausschlaggebend für die Erhöhung des Current Operations Value (COV) und somit auch des Aktienkurses war. Weiter sind auch ein angemessenes Umsatzwachstum sowie die gesteigerten Erwartungen der Investoren an die zukünftige Performance (Futur Growth Value, FGV) wichtige Treiber für eine positive Entwicklung der Aktienkurse. Unternehmen, die einzig die Kapitaleffizienz verbessern konnten, konnten nicht von einem Anstieg ihres Aktienkurses profitieren.

Trotz leichtem Rückgang im allgemeinen hoher Liquiditätspuffer Im Jahr 2014 haben die erfassten Unternehmen den Bestand an liquiden Mitteln im Gesamtdurchschnitt leicht reduziert. Dies resultiert aus der Analyse der Cash Burn Rate. Eine deutliche Reduktion an liquiden Mitteln fand bei den Versorgern und im Gesundheitswesen statt.

Tendenziell erhöhte finanzielle Flexibilität Schliesslich zeigt die Analyse der durchschnittlichen Auslastung der Verschuldungskapazität, dass sich die firmenseitige Flexibilität für zusätzliche Fremdkapitalbeschaffung weiter erhöhte. Bei einem Drittel der Unternehmen übersteigt die effektiv bestehende Verschuldung aber immer noch die analytisch ermittelte operative Verschuldungskapazität. Diese Firmen könnten somit einer tendenziell reduzierten oder gänzlich erschöpften Flexibilität für die Aufnahme von zusätzlichem Fremdkapital gegenüberstehen. Hier sollte besonders sorgfältig darauf geachtet werden, die Finanzierung zukünftig auf die operative Performance abzustimmen.

Vielfältige Herausforderungen insbesondere aufgrund der Aufhebung des EUR-Mindestkurses Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Schweizer Industrieunternehmen Ende 2014 im allgemeinen eine gute operative Performance, solide Liquiditätsreserven sowie eine hohe Flexibilität bei der Finanzierung aufwiesen. Ausgelöst durch den SNB-Entscheid vom Januar 2015, kommen indessen viele Firmen, abhängig von den branchen- und firmenspezifischen Gegebenheiten, unter zusätzlichen Wettbewerbs- und Erfolgsdruck. In folgenden Bereichen sehen wir besonders deutliche Herausforderungen:

Werttreiber der finanziellen Performance	
Liquidität und finanzielle Flexibilität	

Abbildung 14: Handlungsempfehlung zu zentralen Herausforderungen

Währungsrisikomanagement	Die Währungseffekte auf die finanzielle Führung werden oftmals unter- und die Absicherungseffekte überschätzt. Transaktions-, Translations- und ökonomische Währungsrisiken sind deshalb konsequent zu identifizieren und zu steuern. Dies sollte im Rahmen der finanziellen Gesamtführung erfolgen.
Planungsinstrumente	Aufgrund der akzentuierten Unsicherheiten hinsichtlich der zukünftigen Entwicklungen müssen die Planungsinstrumente flexibel ausgestaltet und auf das jeweilige Geschäftsmodell abgestimmt sein. Insbesondere sind die Auswirkungen von geänderten Planungsannahmen durch Szenario- und Sensitivitätsanalysen transparent darzustellen und zu analysieren.
Geschäftsmodell	Namentlich für exportorientierte Unternehmen steht eine Überprüfung des Geschäftsmodells an. Dem wechselkursbedingten Druck auf die Margen ist mit Produkt- und Prozessinnovation sowie einem konsequenten Kostenmanagement entgegenzuwirken. Damit können die Leistungsqualität und die Wettbewerbskraft nachhaltig gestärkt werden.
Liquiditätsmanagement	Die Sicherstellung einer jederzeitigen Zahlungsbereitschaft stellt neben der Wertorientierung das oberste Prinzip der finanziellen Unternehmensführung dar. Eine weitsichtige und auf Szenarien basierende Liquiditätsplanung ist dafür eine wesentliche Grundvoraussetzung.
Finanzierung	Eine Stabilität gewährleistende Kapitalstruktur verbindet Geschäftsmodell und unternehmerische Verschuldungskapazität. Vor diesem Hintergrund ist im Rahmen einer offenen Kommunikation mit den Gläubigern eine möglichst konjunkturresistente Finanzierung zu realisieren.
M&A	Die hohen Cash-Bestände der Unternehmen, die günstigen Bedingungen am Kredit- und Kapitalmarkt sowie der starke Schweizer Franken werden das M&A-Geschäft weiter deutlich beleben. Bei der Prüfung von Akquisitionsvorhaben gilt es, besonders besonnen zu agieren, Chancen und Risiken kritisch zu durchleuchten und in der Preisdiskussion Mass zu halten. Nur so lässt sich vermeiden, dass spätere Impairments die Erfolgsentwicklung belasten.
Kommunikation	Die Auswirkungen der signifikanten Aufwertung des Schweizer Frankens sollen zeitnah und transparent an die verschiedenen Stakeholder kommuniziert werden. Dies schafft Vertrauen und entschärft zumindest teilweise mögliche Negativeffekte aufgrund verunsicherter Finanzmarktakteure, namentlich Gläubiger.

Werttreiber der finanziellen Performance
 Liquidität und finanzielle Flexibilität

Quelle: IFBC.

Mehrwert durch

Eine integrierte finanzielle Führung stellt eine wesentliche Voraussetzung für eine erfolgreiche Unternehmensentwicklung dar. Mit dem Blick für die bedeutenden finanziellen Zusammenhänge unterstützen wir Sie bei Unternehmenstransaktionen und Finanzierungen, bei der Ausgestaltung der finanziellen Führung und bei ausgewählten Themen der Rechnungslegung. Als Experten für massgeschneiderte Lösungen berücksichtigen wir dabei sowohl die unternehmensspezifischen Besonderheiten als auch den Aktualitätsbezug. Schliesslich stellt unsere Unabhängigkeit sicher, dass der objektive Blick bewahrt wird und Lösungen im Sinne der Best Practice resultieren.

IFBC verfügt über langjährige Erfahrung und Kernkompetenzen in den Bereichen Corporate Finance & Financial Advisory, Financial Business Consulting sowie IFRS Advisory.

Corporate Finance & Financial Advisory	Bewertungen	Transaktionen	Finanzierungen
Financial Business Consulting	Finanzielle Gesamtführung	Planung und Performance-messung	Corporate Treasury Management
IFRS Advisory	Purchase Price Allocation	Impairment Testing	Bewertung von Finanz-instrumenten

Professionalität

Erfahrung, Know-how und Engagement sind unsere Ressourcen. Wir stellen hohe Ansprüche an uns selbst – unsere Mitarbeitenden verfügen über erstklassige Qualifikationen und eine ausgeprägte Lösungsorientierung. Offener und ehrlicher Umgang sowie Fairness sind tragende Elemente unserer Unternehmenskultur. Professionalität ist nicht nur reine Leistung und ausgewiesenes Können, sondern vielmehr eine Haltung, die wir bei IFBC konsequent einnehmen.

Ihre Ansprechpartner:



Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner



Christian Hirzel
Partner



Christian Gätzi, CFA
Senior Advisor

4 Glossar

Begriff	Erklärung
Capital Asset Pricing Model (CAPM)	Modell zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten eines Unternehmens. Das Modell stellt einen linearen Zusammenhang zwischen dem Risiko eines Finanz-Assets, konkret der Aktie, und der in der geforderten Rendite (Eigenkapitalkosten) enthaltenen Risikoprämie dar.
Cash Burn Rate	Zeitdauer, bis die liquiden Mittel zur Deckung der liquiditätswirksamen Aufwendungen aufgebraucht wären, ohne dass ein Liquiditätszufluss erfolgt. Die Berechnung erfolgt durch die Division der liquiden Mittel durch den durchschnittlichen liquiditätswirksamen Aufwand pro Tag (Jahresaufwand/360).
Compound Annual Growth Rate (CAGR)	Durchschnittliche Wachstumsrate pro Jahr.
Cost of Equity (CoE)	Eigenkapitalkosten eines Unternehmens als Prozentwert. Wird mittels CAPM hergeleitet. Der Eigenkapitalkostensatz entspricht den Renditeerwartungen der Investoren.
Current Operations Value (COV)	Wert der aktuellen Geschäftstätigkeit. Entspricht der Summe aus dem investierten Kapital (IC) und dem mit dem risikogerechten Kapitalkostensatz (WACC) kapitalisierten aktuellen Economic Profit.
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (Gewinn vor Zinsen und Steuern).
EBIT-Marge	EBIT im Verhältnis zum Nettoumsatz.
EBIT-Multiple	Relation zwischen EBIT und Operating Enterprise Value.
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation (Gewinn vor Zinsen, Steuern, Amortisationen und Abschreibungen).
EBITDA-Marge	EBITDA im Verhältnis zum Nettoumsatz.
EBITDA-Multiple	Relation zwischen EBITDA und Operating Enterprise Value.
Economic Profit (EP)	Ökonomischer Gewinn eines Unternehmens. Zur Berechnung werden vom operativen Gewinn nach Steuern (Net Operating Profit After Taxes, NOPAT) die Kosten des eingesetzten Kapitals subtrahiert. Diese entsprechen dem Produkt aus dem durchschnittlich investierten Kapital (IC) und dem risikogerechten Kapitalkostensatz (WACC).
Eigenkapitalkosten	Siehe Cost of Equity.
Eigenkapital-Ratio (EK-Ratio)	Anteil des Eigenkapitals an der Bilanzsumme bzw. gemessen am Unternehmensvermögen (Total Aktiven).
Enterprise Value (EV)	Gesamtwert eines Unternehmens. Errechnet sich aus der Summe der Börsenkapitalisierung und dem verzinslichen Fremdkapital (inklusive weiterer Eigenkapitalkomponenten wie beispielsweise Preferred Equity oder Minderheitsanteile). Siehe auch Total und Operating Enterprise Value.
Excess Cash	Nicht-betriebsnotwendige liquide Mittel. Im Rahmen dieser Studie werden sämtliche Liquiditätsbestände im Sinne einer Vereinfachung als nicht-betriebsnotwendig erachtet. Eine Ausnahme bildet die DC-Analyse: Die Höhe der operativen liquiden Mittel entspricht dem Betrag, der die liquiditätsrelevanten Aufwendungen über einen Zeitraum von 60 Tagen abdeckt. Die Höhe der nicht operativen liquiden Mittel errechnet sich aus der Differenz zwischen dem totalen Liquiditätsbestand sowie den operativ notwendigen liquiden Mitteln und liegt mindestens bei null.
Future Growth Value (FGV)	Wert der in Zukunft erwarteten Performanceverbesserungen. Wird als Differenz aus dem operativen Unternehmenswert (Operating Enterprise Value) und dem Current Operations Value (COV) berechnet.
Gearing	Verhältnis zwischen den verzinslichen Verbindlichkeiten und dem buchwertigen Eigenkapital.
Gewichtete Kapitalkosten	Siehe Weighted Average Cost of Capital (WACC).
Industry Classification Benchmark (ICB)	Gruppierung börsengehandelter Unternehmen gemäss ihrem primären Umsatz in Branchen, die von der Schweizer Börse (SIX) angewandt wird.
Invested Capital (IC)	Operativ investiertes Kapital. In der vorliegenden Studie wurde das IC als Differenz zwischen den totalen Aktiven (exkl. Excess Cash) und dem nicht-verzinslichen Fremdkapital berechnet.
Kapitaleffizienz	Werttreiber des COV und des Economic Profit. Wertbeitrag aus einer Veränderung der durchschnittlichen Kosten für das operativ investierte Kapital.

Kapitalstruktur	Zusammensetzung des Kapitals, bestehend aus nicht-verzinslichem und verzinslichem Fremdkapital sowie Eigenkapital.
Kapitalumschlag	Gibt an, wie oft sich das eingesetzte Kapital in einer Periode in Relation zum Umsatz umgeschlagen hat. Der Kapitalumschlag entspricht dem Umsatz dividiert durch das durchschnittlich gebundene investierte Kapital.
Kosteneffizienz	Werttreiber des COV und des Economic Profit. Wertbeitrag aus einer Veränderung der relativen Kosten (NOPAT-Marge).
Leverage Ratio	Verhältnis des Net Debt zum EBITDA. Auch Nettoverschuldungsgrad.
Market Cap	Marktkapitalisierung eines Unternehmens, berechnet aus dem Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl ausstehender Aktien.
Multiples	Relation des Unternehmenswerts zu bestimmten Kennzahlen, zum Beispiel zum EBITDA oder zum EBIT.
Markt/Buchwert Verhältnis (M/B-Ratio)	Verhältnis des Marktwerts zum Buchwert des Eigenkapitals eines Unternehmens.
Net Debt	Entspricht den für den Betrieb notwendigen Schulden und somit dem verzinslichen Fremdkapital abzüglich des Excess Cash.
Nettoschulden	Siehe Net Debt.
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes (operativer Gewinn nach Steuern vor Zinsen).
Ökonomisches Währungsrisiko	Effekte, die sich aufgrund der Auf- oder Abwertung einer Währung langfristig auf die Cash Flows auswirken.
Operating Debt Capacity (DC)	Verzinsliches Fremdkapital, das mittels des operativen Ergebnisses abzüglich Ersatzinvestitionen, Steuern und Dividenden innert sieben respektive zehn Jahren verzinst und zurückbezahlt werden könnte.
Operating DC Utilisation	Auslastung der Verschuldungskapazität. Errechnet sich, indem die aktuellen verzinslichen Verbindlichkeiten abzüglich des Excess Cash durch die Debt Capacity dividiert werden.
Operating Enterprise Value	Entspricht dem Total Enterprise Value abzüglich der nicht operativ notwendigen Vermögenswerte (Excess Cash).
Operatives Nettoumlaufvermögen	Siehe Operating Net Working Capital (NWC).
Operating Net Working Capital (NWC)	Das Operating Net Working Capital (operatives Nettoumlaufvermögen) resultiert aus dem betrieblichen Umlaufvermögen abzüglich des kurzfristigen, nicht-verzinslichen Fremdkapitals.
Operativ notwendiger Cash	Betriebsnotwendige liquide Mittel. Im Rahmen dieser Studie werden keine betriebsnotwendigen liquiden Mittel berücksichtigt. Eine Ausnahme bildet die DC-Analyse: Die Höhe der operativen liquiden Mittel entspricht dem Betrag, der die liquiditätsrelevanten Aufwendungen über einen Zeitraum von 60 Tagen abdeckt.
Price/Earnings-Ratio (PE-Ratio)	Verhältnis des Aktienwerts zum Net Income pro Aktie.
Quick Ratio	Kennzahl, die das Verhältnis der liquiden Mittel und der Forderungen zu den Verbindlichkeiten misst. Dieses sollte nicht weniger als 100% betragen.
Swiss Performance Index (SPI)	Gesamtmarktindex für den Schweizer Aktienmarkt.
Total Debt Capacity	Operating Debt Capacity zuzüglich durch die Belehnung von Immobilien geschaffene Verschuldungskapazität.
Total Enterprise Value (TEV)	Entspricht dem Enterprise Value inklusive nicht-betriebsnotwendiger Vermögenswerte.
Total Shareholder Return (TSR)	Rendite einer Aktie über einen bestimmten Zeitraum unter Berücksichtigung aller Ausschüttungen an die Aktionäre (Dividenden, Kapitalrückzahlungen usw.).
Transaktionsrisiko	Risiko aus vertraglich fixierten, erwarteten oder budgetierten Cash Flows in einer Fremdwährung.
Translationsrisiko	Risiko, das durch Umrechnung von Einzelpositionen in der Bilanz und der Erfolgsrechnung in Fremdwährungen entsteht.
Überschussliquidität	Siehe Excess Cash.
Verschuldungskapazität	Siehe Operating Debt Capacity (DC).
Verschuldungsfaktor	Relation zwischen Net Debt und EBITDA.
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	Risikogerechter Kapitalkostensatz eines Unternehmens. Dieser errechnet sich als kapitalgewichtete Grösse (Marktwerte) aus Fremd- und Eigenkapitalkosten.

5 Kennzahlen für das Jahr 2014

Chemie, Rohstoffe & Bauwesen 2014

	Bewertung							Operative Performance					Liquidität			Finanzierung					
	Market Cap (in CHFm)	TSR	EV/EBITDA	EVEBIT	PE-Ratio	M/B-Ratio	COV	FGV	EP (in CHFm)	Umsatz-wachstum	EBITDA-Marge	EBIT-Marge	Kapitalumschlag	NWC in % des Umsatzes	Cash Burn Rate (in Tagen)	Quick Ratio	Gearing	EK-Ratio	Operating DC Utilisation	Total DC Utilisation	Net Debt/ EBITDA
Arbonia ¹⁾	435	-20.8%	8.0	17.5	22.7	1.1	52%	48%	-27	-20.9%	7.7%	3.5%	1.8	10.1%	31.4	67%	86%	37%	> 150%	125% - 150%	2.9
Belimo	1'419	-3.6%	13.6	16.7	21.3	4.5	59%	41%	48	4.5%	20.2%	16.5%	2.2	19.5%	81.2	219%	6%	75%	0%	0%	-0.7
Bossard ²⁾	866	8.5%	10.7	12.5	14.1	3.9	82%	18%	36	2.0%	13.8%	11.8%	2.1	31.5%	16.2	81%	59%	48%	< 75%	< 75%	1.1
Burkhalter ^{1/2)}	517	18.6%	10.7	11.4	15.7	6.5	70%	30%	28	3.9%	7.8%	7.3%	14.5	5.4%	45.8	157%	0%	43%	0%	0%	-1.3
Cham Paper Group ^{1/2)}	180	9.1%	9.4	19.2	85.6	1.7	51%	49%	-1	-6.6%	8.7%	4.3%	2.1	16.1%	64.1	102%	32%	53%	75% - 100%	< 75%	-0.2
Clariant ¹⁾	5'348	4.7%	7.4	11.7	35.0	2.0	95%	5%	180	0.7%	15.1%	9.6%	1.5	11.6%	57.7	86%	80%	35%	< 75%	< 75%	1.4
CPH ³⁾	339	-7.3%	8.4	26.7	33.6	0.8	41%	59%	-27	2.3%	10.3%	3.3%	1.0	14.6%	58.3	164%	34%	64%	> 150%	> 150%	1.5
EMS-Chemie ¹⁾	9'443	31.0%	17.1	19.3	24.8	6.8	56%	44%	285	4.6%	24.2%	21.4%	2.4	17.4%	115.3	190%	1%	69%	0%	0%	-1.0
Forbo	1'879	32.6%	8.8	10.9	15.2	2.5	89%	11%	82	2.3%	15.1%	12.2%	2.5	14.2%	85.1	166%	0%	67%	0%	0%	-1.4
Gebert	12'689	28.4%	17.3	19.7	24.3	7.1	59%	41%	402	4.5%	31.5%	27.6%	2.0	2.0%	179.9	236%	1%	71%	0%	0%	-1.1
Gvaudan ¹⁾	15'214	45.8%	14.5	20.3	26.4	4.1	62%	38%	326	0.8%	23.0%	16.5%	1.1	21.3%	48.4	151%	35%	53%	125% - 150%	75% - 100%	0.7
Gurth ²⁾	180	-13.4%	7.6	12.5	16.2	1.1	71%	29%	-4	19.4%	7.1%	4.3%	2.1	24.4%	32.3	125%	14%	68%	< 75%	< 75%	-0.2
Holdim ¹⁾	23'251	8.7%	9.1	14.4	17.1	1.3	101%	-1%	344	-3.1%	20.3%	12.9%	0.7	4.0%	47.1	70%	59%	51%	125% - 150%	75% - 100%	2.5
Implenia ¹⁾	1'058	-8.9%	3.9	5.4	13.3	1.6	201%	-101%	71	-4.5%	5.2%	3.7%	12.0	-3.1%	94.9	96%	52%	27%	< 75%	< 75%	-2.7
Schmolz + Bickenbach ¹⁾	1'021	-1.7%	5.8	11.1	17.1	1.0	91%	9%	-12	1.9%	7.7%	4.1%	2.2	25.8%	8.2	66%	73%	36%	100% - 125%	75% - 100%	2.3
SIKA	7'458	-5.9%	10.7	13.5	19.3	3.6	76%	24%	329	8.3%	14.3%	11.4%	2.3	12.8%	65.7	200%	40%	49%	< 75%	< 75%	0.1
Syngenta ¹⁾	29'485	-7.3%	11.0	13.7	15.9	3.3	77%	23%	905	3.0%	19.0%	15.3%	1.3	30.1%	45.5	80%	48%	45%	75% - 100%	75% - 100%	0.9
Transocean ^{1/2/3)}	6'761	-55.2%	4.4	6.3	4.3	0.7	139%	-39%	173	-0.8%	41.6%	29.3%	0.4	5.1%	135.6	126%	72%	49%	100% - 125%	100% - 125%	2.0
Zehnder ²⁾	485	2.2%	6.1	9.8	14.1	1.5	72%	28%	2	0.5%	10.0%	6.2%	2.4	11.8%	55.9	149%	4%	66%	< 75%	< 75%	-1.2
Zwahlen & Mayr ²⁾	20	-39.6%	12.2	125.9	n/a	0.5	1%	99%	-3	-25.5%	3.1%	0.3%	1.5	36.9%	35.2	65%	31%	55%	> 150%	> 150%	2.5
3. Quartil		11.5%	11.3	19.2	24.5	3.9	90%	10%		4.0%	20.2%	15.6%	2.3	22.0%	82.2	164%	59%	66%	100% - 125%	75% - 100%	1.6
Median		0.2%	9.3	13.6	17.1	1.8	72%	28%		1.9%	14.1%	10.5%	2.1	14.4%	56.8	126%	35%	52%	< 75%	< 75%	0.4
1. Quartil		-7.7%	7.5	11.3	15.5	1.1	58%	42%		-1.4%	7.8%	4.2%	1.4	8.9%	42.9	81%	6%	44%	< 75%	< 75%	-1.0

Anmerkungen

¹⁾ ER-Adjustments 2014

²⁾ Rechnungslegung

³⁾ TSR Berechnung

Erfolgsrechnung um ausserordentliche Ereignisse 2014 korrigiert (Arbonia, Burkhalter, Cham Paper Group, Clariant, EMS-Chemie, Gvaudan, Gurth, Holdim, Implenia, Schmolz & Bickenbach, Syngenta, Transocean).

Abschluss nach Swiss GAAP FER (Bossard, Burkhalter, Cham Paper Group, CPH, Gurth, Zehnder und Zwahlen) oder nach US GAAP (Transocean).

Für die Berechnung wurden Kurse der an der NYSE gehandelten Aktien verwendet (Transocean).

Industrie & Dienstleistung Teil 1 2014

	Bewertung						Operative Performance						Liquidität			Finanzierung					
	Market Cap (in CHFm)	TSR	EV/EBITDA	EVEBIT	PE-Ratio	M/B-Ratio	COV	FGV	EP (in CHFm)	Umsatz- wachstum	EBITDA- Marge	EBIT- Marge	Kapital- umschlag	NWC in % des Umsatzes	Cash Burn Rate (in Tagen)	Quick Ratio	Gearing	EK-Ratio	Operating DC Utilisation	Total DC Utilisation	Net Debt/ EBITDA
ABB ^(1,2)	48'004	-6.9%	10.4	13.9	23.6	3.0	64%	36%	1'226	-4.8%	12.5%	9.3%	2.1	8.4%	73.2	115%	46%	37%	75% - 100%	75% - 100%	0.2
Adecco ^(1,2)	12'336	0.2%	10.1	11.5	14.3	2.5	86%	14%	444	2.5%	5.3%	4.6%	4.2	1.9%	13.2	118%	44%	41%	75% - 100%	75% - 100%	0.9
Adial Tech ^(1,2)	131	2.5%	8.5	22.7	77.7	2.0	34%	66%	-7	-10.9%	9.7%	3.6%	1.8	14.6%	29.9	91%	121%	31%	> 150%	> 150%	2.8
Bobst Group ⁽¹⁾	634	29.1%	5.8	8.7	13.9	1.5	98%	2%	18	-4.0%	9.0%	6.1%	2.4	13.2%	140.5	109%	105%	28%	75% - 100%	< 75%	0.2
Bucher Industries ⁽¹⁾	2'514	-1.7%	7.5	10.2	13.7	2.1	94%	6%	103	4.3%	12.4%	9.1%	2.4	14.7%	51.1	97%	38%	46%	< 75%	< 75%	0.2
BVZ Holding ^(1,2)	60	2.8%	6.7	13.4	4.3	0.4	64%	36%	-19	5.2%	28.1%	14.1%	0.4	0.1%	66.5	81%	121%	41%	> 150%	> 150%	5.0
Citric Technologies	103	3.9%	6.2	12.8	16.5	0.8	64%	36%	-7	6.3%	9.8%	4.7%	1.3	19.0%	33.5	105%	30%	54%	75% - 100%	< 75%	1.1
Comet	499	39.6%	12.0	16.0	18.0	3.0	53%	47%	9	15.3%	13.8%	10.3%	1.8	18.5%	26.6	103%	13%	66%	< 75%	< 75%	0.1
Conzeta ^(1,2)	1'546	74.9%	6.2	7.9	21.0	1.3	116%	-16%	47	0.1%	12.2%	9.6%	2.3	18.1%	200.7	309%	1%	78%	0%	0%	-4.1
Dätwyler ^(1,2)	2'037	5.2%	12.7	15.5	23.8	2.6	66%	34%	45	-1.4%	11.6%	9.5%	2.0	17.8%	103.7	239%	24%	65%	< 75%	< 75%	-1.0
DKSH ⁽¹⁾	4'943	11.3%	14.5	16.7	24.5	3.2	59%	41%	126	2.7%	3.2%	2.8%	8.5	8.4%	15.2	94%	7%	37%	< 75%	< 75%	-0.9
ELMA Electronic ^(1,2)	88	-3.2%	15.9	25.8	40.1	3.3	33%	67%	-1	4.5%	5.5%	3.4%	2.9	19.8%	22.4	141%	79%	40%	125% - 150%	100% - 125%	2.2
Feintool ⁽¹⁾	453	47.4%	6.4	11.5	16.1	1.9	66%	34%	6	15.6%	12.5%	7.0%	2.3	7.7%	33.3	95%	25%	47%	< 75%	< 75%	0.1
Flughafen Zürich ⁽¹⁾	4'091	30.1%	8.9	15.5	17.8	1.8	80%	20%	50	-1.2%	53.9%	30.9%	0.3	8.3%	155.5	130%	49%	54%	75% - 100%	< 75%	1.6
Georg Fischer ^(1,2)	2'570	2.8%	7.0	10.2	13.0	2.2	98%	2%	107	0.8%	10.4%	7.1%	2.8	14.5%	39.4	104%	64%	37%	75% - 100%	< 75%	0.8
Hilti ^(1,3)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	301	3.8%	15.9%	12.3%	2.4	17.3%	115.8	204%	34%	53%	> 150%	< 75%	-0.6
Infricon ⁽²⁾	720	-6.1%	10.9	12.3	18.5	4.0	64%	36%	29	4.3%	19.1%	16.8%	3.0	16.6%	113.3	346%	0%	82%	0%	0%	-1.4
Interroll ⁽¹⁾	449	9.0%	10.0	17.4	24.4	2.5	44%	56%	2	6.0%	13.1%	7.5%	2.0	13.9%	29.6	138%	0%	72%	< 75%	< 75%	-0.5
Kaba ^(1,4)	1'665	27.3%	10.2	12.8	19.1	2.7	77%	23%	55	4.1%	15.5%	12.3%	1.8	14.2%	32.3	100%	8%	63%	< 75%	< 75%	-0.2
Kardex ^(1,2)	358	25.0%	5.7	6.8	11.9	2.5	101%	-1%	25	-22.9%	11.5%	9.5%	10.2	4.7%	109.0	212%	0%	59%	0%	0%	-2.4
Komax ⁽¹⁾	521	10.5%	8.3	10.0	18.9	1.8	76%	24%	12	12.2%	15.8%	13.2%	1.5	31.8%	59.1	233%	8%	74%	< 75%	< 75%	-0.5
Kühne+Nägel ⁽¹⁾	16'229	21.3%	14.4	17.8	25.0	6.2	71%	29%	565	1.9%	5.8%	4.5%	13.2	-1.3%	25.5	108%	1%	37%	< 75%	< 75%	-1.2
Looser Holding ⁽¹⁾	245	-11.2%	7.2	13.2	20.8	1.1	67%	33%	-8	-0.5%	10.4%	5.6%	1.4	12.0%	48.2	159%	82%	42%	125% - 150%	75% - 100%	2.4
MGH Group ^(1,2)	389	9.7%	6.3	12.4	11.4	1.0	61%	39%	-21	-4.9%	19.1%	9.7%	0.8	-15.6%	160.6	119%	81%	43%	100% - 125%	< 75%	1.8
Meyer Burger ^(1,2)	580	-39.2%	n/a	n/a	n/a	2.0	-187%	287%	-171	55.9%	-31.3%	-51.7%	0.8	9.6%	133.8	145%	70%	47%	> 150%	> 150%	n/a
Mikron ^(1,2)	118	15.6%	9.2	36.2	57.6	0.7	24%	76%	-12	3.3%	3.9%	1.0%	2.0	19.1%	63.1	95%	9%	65%	> 150%	< 75%	-2.9

Industrie & Dienstleistung Teil 2 2014

	Bewertung						Operative Performance						Liquidität			Finanzierung					
	Market Cap (in CHFm)	TSR	EV/EBITDA	EVEBIT	PE-Ratio	M/B-Ratio	COV	FGV	EP (in CHFm)	Umsatz-wachstum	EBITDA-Marge	EBIT-Marge	Kapital-umschlag	NWC in % des Umsatzes	Cash Burn Rate (in Tagen)	Quick Ratio	Gearing	EK-Ratio	Operating DC Utilisation	Total DC Utilisation	Net Debt/ EBITDA
OC Oerlikon ¹⁾	4'232	-4.6%	7.4	10.8	20.2	1.8	102%	-2%	163	16.1%	16.4%	11.3%	2.0	0.0%	108.4	128%	35%	44%	< 75%	< 75%	-0.2
Panalpina ¹⁾	3'168	-9.3%	15.4	22.9	34.2	4.2	48%	52%	69	-0.7%	2.8%	1.7%	18.3	2.5%	20.2	132%	0%	38%	< 75%	< 75%	-2.1
Perfect Holding	14	-37.9%	n/a	n/a	n/a	1.8	-20%	120%	-1	-11.3%	-0.2%	-1.2%	3.3	4.8%	17.5	185%	4%	79%	> 150%	> 150%	n/a
Phoenix Mecano ¹⁾	441	-13.4%	6.8	12.1	16.9	1.3	66%	34%	-6	1.0%	10.8%	5.9%	1.9	25.7%	38.6	111%	23%	65%	125% - 150%	< 75%	0.2
Rietar ¹⁾	757	-19.8%	5.0	7.4	15.3	1.8	125%	-25%	45	11.4%	10.8%	7.2%	4.4	1.7%	147.9	100%	62%	37%	< 75%	< 75%	-1.4
Schaffner ⁴⁾	186	31.9%	9.3	13.7	14.9	2.8	64%	36%	5	10.1%	10.3%	7.0%	2.8	14.2%	34.5	128%	53%	43%	< 75%	< 75%	0.8
Schindler ¹⁾	15'938	10.2%	11.9	13.6	21.8	4.9	93%	7%	710	4.9%	11.6%	10.1%	10.9	-8.0%	134.2	106%	32%	34%	0%	0%	-2.0
Schlatter ¹⁾²⁾	60	-6.4%	23.5	94.2	n/a	4.3	12%	88%	-2	-7.7%	3.2%	0.8%	4.6	11.7%	13.0	23%	82%	28%	> 150%	> 150%	2.8
Schweiter ¹⁾	1'115	22.4%	8.9	12.9	23.5	1.6	73%	27%	16	11.6%	10.4%	7.2%	2.4	16.6%	159.7	307%	1%	72%	0%	0%	-3.8
SGS Group ¹⁾	15'997	2.7%	13.2	17.3	24.2	6.8	65%	35%	583	0.9%	21.5%	16.4%	2.1	9.2%	99.9	180%	70%	42%	75% - 100%	75% - 100%	0.2
Starrag Group ¹⁾	217	-13.0%	6.3	11.0	15.5	1.1	71%	29%	-4	0.6%	8.4%	4.8%	2.2	19.1%	19.5	107%	5%	55%	< 75%	< 75%	-0.3
Sulzer ¹⁾	3'605	-24.3%	7.4	10.9	20.7	1.5	77%	23%	45	-1.6%	12.1%	8.2%	1.6	19.8%	158.7	186%	22%	53%	0%	0%	-2.0
Tornos ¹⁾	112	24.1%	21.1	48.2	50.5	1.6	10%	90%	-7	16.6%	2.7%	1.2%	2.3	31.2%	33.1	110%	0%	64%	< 75%	< 75%	-3.2
Vetropack ²⁾	628	-11.0%	5.1	11.6	12.6	1.0	91%	9%	-5	-3.3%	20.1%	8.8%	0.9	26.2%	69.2	198%	5%	80%	< 75%	< 75%	-0.5
Von Roll ¹⁾	242	-2.0%	30.4	n/a	n/a	2.0	-19%	119%	-30	0.2%	2.9%	-1.4%	1.5	27.0%	67.6	188%	165%	26%	> 150%	> 150%	10.1
Weiter Meier ¹⁾²⁾	298	3.7%	10.7	11.8	2.5	7.0	52%	48%	12	-4.7%	8.8%	8.0%	3.8	9.1%	12.0	62%	42%	30%	> 150%	> 150%	0.2
3. Quartil		21.3%	11.9	16.5	23.8	3.0	80%	20%		5.8%	13.6%	9.7%	3.0	18.4%	112.2	184%	64%	65%	125% - 150%	75% - 100%	0.9
Median		2.8%	8.9	12.8	18.9	2.0	66%	34%		2.2%	10.7%	7.2%	2.3	14.0%	55.1	118%	31%	46%	< 75%	< 75%	-0.1
1. Quartil		-6.4%	6.7	11.1	14.9	1.5	52%	48%		-1.4%	6.3%	4.6%	1.8	7.9%	29.7	104%	5%	38%	< 75%	< 75%	-1.2

Anmerkungen

¹⁾ ER-Adjustments 2014	Erfolgsrechnung um ausserordentliche Ereignisse 2014 korrigiert (ABB, Adeco, Adval Tech, Bolist Group, Bucher Industries, BVZ Holding, Conzetta, Dätwyler, DKSH, ELMA Electronic, Feintool, Flughafen Zürich, Georg Fischer, Hilti, Interroll, Kaba, Kardex, Komax, Kühne+Nagel, Looser Holding, MCH Group, Meyer Burger, Mikron, OC Oerlikon, Panalpina, Phoenix Mecano, Rietar, Schindler, Schlatter, Schweiter, SGS Group, Starrag Group, Sulzer, Tornos, Von Roll und Walter Meier).
²⁾ Rechnungslegung	Abschluss nach SWISS GAAP FER (Adval Tech, BVZ Holding, Conzetta, Dätwyler, ELMA Electronic, Georg Fischer, Inticon, Kardex, MCH Group, Meyer Burger, Mikron, Schlatter, Vetropack und Walter Meier) oder nach US GAAP (ABB und Adeco).
³⁾ Keine Kollierung	Keine Kennzahlen zur Bewertung, da keine Kollierung (Hilti).
⁴⁾ Anpassung Bilanzstichtag	Ausgewiesene Werte basieren auf unterjährigem Abschlusszeitpunkt (Kaba und Schaffner).

Verbrauchs- güter 2014

	Bewertung						Operative Performance						Liquidität		Finanzierung						
	Market Cap (in CHFm)	TSR	EV/EBITDA	EVEBIT	PE-Ratio	M/B-Ratio	COV	FGV	EP (in CHFm)	Umsatz- wachstum	EBITDA- Marge	EBIT- Marge	Kapital- umschlag	NWC in % des Umsatzes	Cash Burn Rate (in Tagen)	Quick Ratio	Gearing	EK-Ratio	Operating DC Utilisation	Total DC Utilisation	Net Debt/ EBITDA
Ayza ^{1,2)}	7'193	45.5%	11.8	18.2	45.0	2.3	72%	28%	102	6.8%	14.1%	9.1%	1.2	-3.5%	57.2	78%	84%	40%	125% - 150%	100% - 125%	2.4
Autoneum ¹⁾	783	24.9%	5.0	7.5	9.5	2.4	123%	-23%	72	-4.8%	10.2%	6.8%	4.7	0.5%	28.1	77%	50%	36%	< 75%	< 75%	0.3
Barry Callebaut ^{1,2)}	6'164	30.2%	15.2	19.4	24.7	3.5	66%	34%	121	20.1%	9.1%	7.2%	1.7	24.9%	5.4	50%	105%	35%	100% - 125%	100% - 125%	3.4
Bell ^{1,3)}	976	8.3%	5.5	9.5	9.7	1.1	130%	-30%	27	0.0%	7.6%	4.4%	2.6	11.5%	22.4	128%	46%	54%	75% - 100%	< 75%	1.1
Bleila-Neher ^{1,3)}	56	-15.0%	7.0	26.6	131.6	0.8	29%	71%	-6	-8.0%	4.4%	1.2%	2.7	10.5%	49.5	146%	29%	54%	> 150%	75% - 100%	-0.4
Calida ¹⁾	297	33.9%	8.2	12.2	13.4	2.0	63%	37%	7	93.8%	9.9%	6.6%	3.0	10.3%	57.9	101%	18%	54%	< 75%	< 75%	-0.8
Emmi ^{1,3)}	1'878	29.8%	8.7	15.0	17.5	1.6	85%	15%	31	3.2%	8.4%	4.8%	2.1	9.2%	36.0	129%	47%	52%	75% - 100%	< 75%	1.1
GMSA ^{1,3)}	112	11.2%	10.1	22.2	22.1	1.4	43%	57%	-4	8.7%	8.6%	3.9%	1.5	19.2%	15.1	74%	32%	58%	125% - 150%	< 75%	1.6
Hochdorf ³⁾	147	36.0%	7.4	10.0	9.1	1.1	104%	-4%	2	14.0%	6.3%	4.7%	2.6	7.9%	43.1	81%	65%	43%	100% - 125%	75% - 100%	1.7
Hügli ^{1,3)}	348	43.1%	8.6	12.2	14.5	2.3	81%	19%	9	2.7%	12.4%	8.7%	1.8	22.2%	14.0	86%	46%	57%	< 75%	< 75%	1.2
Intersport ^{2,3)}	24	-17.4%	8.1	14.6	16.2	0.8	51%	49%	-2	-0.9%	1.1%	0.6%	8.3	9.8%	9.5	195%	0%	72%	0%	0%	-2.3
Leclanche ¹⁾	106	27.1%	n/a	n/a	n/a	4.7	-149%	249%	-22	-27.6%	-156.9%	-208.1%	0.3	21.7%	7.7	22%	27%	55%	> 150%	> 150%	n/a
Lindt & Sprüngli ¹⁾	12'970	20.3%	23.2	28.5	36.9	4.3	59%	41%	234	17.4%	17.4%	14.1%	1.2	18.2%	21.8	116%	34%	54%	75% - 100%	< 75%	1.4
Metall Zug ^{1,3)}	1'078	3.9%	5.2	7.8	12.5	1.3	110%	-10%	31	2.3%	12.5%	8.3%	2.8	8.9%	231.7	304%	1%	76%	0%	0%	-4.3
Nestlé ¹⁾	231'135	15.3%	13.5	16.3	12.2	3.2	93%	7%	7'687	-0.5%	19.5%	16.1%	1.1	1.3%	43.8	68%	30%	54%	75% - 100%	< 75%	0.7
Orion ¹⁾	325	9.3%	8.0	11.9	12.0	1.4	84%	16%	2	0.3%	9.0%	6.1%	1.8	10.2%	21.5	118%	44%	54%	125% - 150%	100% - 125%	1.5
Swatch Group ³⁾	23'517	-23.6%	10.8	13.1	17.4	2.3	81%	19%	731	3.0%	24.2%	20.1%	1.0	70.8%	77.3	197%	1%	84%	0%	0%	-0.7
3. Quartil		30.2%	11.1	18.5	22.8	2.4	93%	7%		8.7%	12.5%	8.7%	2.7	19.2%	49.5	129%	47%	57%	125% - 150%	125% - 150%	1.5
Median		20.3%	8.4	13.8	15.3	2.0	81%	19%		2.7%	9.1%	6.6%	1.8	10.3%	28.1	101%	34%	54%	75% - 100%	< 75%	1.1
1. Quartil		8.3%	7.3	11.4	12.1	1.3	59%	41%		-0.5%	7.6%	4.4%	1.2	8.9%	15.1	77%	27%	52%	< 75%	< 75%	-0.5

Anmerkungen

¹⁾ ER-Adjustments 2014
Erfolgsrechnung um ausserordentliche Ereignisse 2014 korrigiert (Ayza, Autoneum, Barry Callebaut, Bell, Bleila-Neher, Calida, Emmi, GMSA, Hügli, Leclanche, Lindt & Sprüngli, Metall Zug, Nestlé und Orion).

²⁾ Anpassung Bilanzstichtag
Ausgewiesene Werte basieren auf unterjährigem Abschlusszeitpunkt (Ayza, Barry Callebaut und Intersport).

³⁾ Rechnungslegung
Abschluss nach Swiss GAAP FER (Bell, Bleila-Neher, Emmi, GMSA, Hochdorf, Hügli, Intersport, Metall Zug und Swatch Group).

Gesundheits- wesen 2014

	Bewertung							Operative Performance						Liquidität			Finanzierung				
	Market Cap (in CHFm)	TSR	EV/EBITDA	EVEBIT	PE-Ratio	M/B-Ratio	COV	FGV	EP (in CHFm)	Umsatz- wachstum	EBITDA- Marge	EBIT- Marge	Kapital- umschlag	NWC in % des Umsatzes	Cash Burn Rate (in Tagen)	Quick Ratio	Gearing	EK-Ratio	Operating DC Utilisation	Total DC Utilisation	Net Debt/ EBITDA
Actelion ¹⁾	13'522	55.2%	18.1	21.3	22.1	6.8	42%	58%	377	9.6%	34.3%	29.1%	1.9	6.7%	240.5	242%	12%	70%	0%	0%	-1.4
Bachem ¹⁾⁽²⁾	663	4.6%	12.1	19.0	24.1	1.9	51%	49%	-1	7.8%	28.9%	18.4%	0.5	83.0%	83.7	136%	6%	80%	100% - 125%	< 75%	-0.2
Basilea ¹⁾	975	-12.6%	n/a	n/a	n/a	16.5	-42%	142%	-15	3.8%	-92.3%	-98.4%	-0.2	-107.4%	697.7	368%	0%	23%	0%	0%	n/a
Coltene ²⁾	266	42.8%	9.4	11.7	16.6	2.5	62%	38%	6	1.5%	16.8%	13.7%	1.5	28.1%	47.8	127%	20%	63%	< 75%	< 75%	0.1
Cytos ²⁾	7	-92.5%	n/a	n/a	n/a	1.4	-499%	599%	-15	0.0%	-1939.9%	-1940.8%	-0.1	-648.2%	246.6	39%	-143%	-149%	> 150%	> 150%	n/a
Evolva	428	33.3%	n/a	n/a	n/a	2.3	-34%	134%	-30	34.5%	-182.8%	-218.1%	0.1	-52.0%	743.6	460%	4%	82%	0%	0%	n/a
Galenica ²⁾	5'130	-10.3%	13.1	15.8	18.6	3.0	87%	13%	170	0.2%	12.1%	10.0%	1.7	11.4%	22.4	35%	41%	55%	< 75%	< 75%	1.1
IVF Hartmann ¹⁾⁽²⁾	324	34.8%	13.7	15.8	20.5	4.0	43%	57%	9	6.0%	16.3%	14.2%	2.7	19.0%	86.9	189%	0%	76%	0%	0%	-1.3
Lifewatch ¹⁾⁽²⁾	166	62.0%	28.1	n/a	n/a	3.9	-3%	103%	-5	8.1%	4.9%	-0.8%	2.9	4.9%	26.6	73%	14%	53%	> 150%	> 150%	-0.4
Lonza ³⁾	5'836	36.0%	10.6	17.4	22.1	2.7	49%	51%	-36	1.6%	20.0%	12.2%	0.9	16.9%	24.4	54%	104%	33%	> 150%	> 150%	2.8
Neuron Pharma ²⁾	342	56.0%	n/a	n/a	n/a	7.2	-30%	130%	-10	-56.0%	-581.7%	-583.8%	0.4	-89.5%	960.0	633%	4%	79%	0%	0%	n/a
Novartis ²⁾	222'678	34.0%	14.5	20.1	21.1	3.1	48%	52%	2'509	0.6%	30.2%	21.8%	0.7	4.7%	124.3	82%	29%	57%	125% - 150%	75% - 100%	0.4
Roche ²⁾	227'519	11.4%	14.0	16.2	19.5	11.9	74%	26%	11'498	1.5%	40.6%	35.2%	1.5	6.7%	129.5	90%	119%	29%	< 75%	< 75%	0.7
Santhera ³⁾	312	2186.3%	n/a	n/a	n/a	18.9	-16%	116%	-6	98.4%	-287.2%	-290.1%	2.8	-62.2%	791.1	600%	0%	75%	0%	0%	n/a
SHL Telemedicine ³⁾	96	30.2%	13.7	86.4	135.6	1.5	6%	94%	-7	34.7%	18.1%	2.9%	0.6	33.6%	166.0	201%	38%	67%	75% - 100%	75% - 100%	0.8
Siegfried ¹⁾⁽²⁾	651	1.1%	13.4	25.7	19.3	1.6	49%	51%	-11	-15.9%	16.4%	8.5%	0.8	36.0%	63.3	111%	35%	61%	> 150%	75% - 100%	1.6
Sonova ³⁾	9'014	6.2%	16.6	19.8	24.3	4.8	53%	47%	236	4.3%	25.3%	21.1%	1.4	8.9%	90.3	152%	0%	70%	0%	0%	-0.8
Straumann ²⁾	3'915	53.5%	19.4	23.0	23.2	5.0	43%	57%	89	4.5%	24.8%	20.9%	2.0	8.6%	313.8	431%	28%	63%	0%	0%	-1.5
Tecan Group	1'261	8.7%	15.7	18.6	29.2	3.3	49%	51%	26	2.9%	16.9%	14.3%	1.8	39.8%	141.2	182%	4%	65%	0%	0%	-1.7
THERAMetrics ³⁾	46	-30.0%	n/a	n/a	n/a	2.2	-150%	250%	-11	-4.1%	-31.6%	-63.4%	0.7	-22.5%	62.8	73%	15%	63%	> 150%	> 150%	n/a
3. Quartil		45.5%	16.3	21.3	24.1	5.4	50%	50%		7.9%	24.9%	19.0%	1.8	21.3%	263.4	273%	30%	71%	125% - 150%	75% - 100%	0.8
Median		31.8%	13.9	19.0	22.1	3.2	43%	57%		3.3%	16.7%	11.1%	1.1	7.7%	126.9	144%	13%	63%	< 75%	< 75%	0.0
1. Quartil		3.7%	13.2	16.2	19.5	2.3	-20%	120%		0.5%	-46.8%	-72.2%	0.6	-29.9%	63.1	80%	3%	54%	0%	0%	-1.1

Anmerkungen

¹⁾ Rechnungslegung (Bachem, IVF Hartmann und Siegfried) und nach US GAAP (Actelion, Basilea und Lifewatch).

²⁾ ER-Adjustments 2014
Erfolgsrechnung um ausserordentliche Ereignisse 2014 korrigiert (Bachem, Coltene, Cytos, Galenica, IVF Hartmann, Lifewatch, Lonza, Neuron Pharma, Novartis, Roche, Santhera, SHL Telemedicine, Siegfried, Straumann und THERAMetrics).

³⁾ Anpassung Bilanzstichtag
Ausgewiesene Werte basieren auf unterjährigem Abschlusszeitpunkt (Sonova).

Verbraucher- service 2014

	Bewertung					Operative Performance					Liquidität			Finanzierung							
	Market Cap (in CHFm)	TSR	EV/EBITDA	EVEBIT	PE-Ratio	M/B-Ratio	COV	FGV	EP (in CHFm)	Umsatz- wachstum	EBITDA- Marge	EBIT- Marge	Kapital- umschlag	NWC in % des Umsatzes	Cash Burn Rate (in Tagen)	Quick Ratio	Gearing	EK-Ratio	Operating DC Utilisation	Total DC Utilisation	Net Deb/ EBITDA
APG SGA ^(1,2)	870	21.4%	9.6	11.3	17.7	5.7	90%	10%	51	2.2%	23.7%	20.2%	53.4	-18.7%	217.5	164%	0%	59%	0%	0%	-2.0
Charles Vögelé ^(1,2)	107	15.6%	4.9	72.5	n/a	0.7	6%	94%	-21	-4.8%	4.3%	0.3%	3.7	4.5%	40.2	87%	112%	33%	> 150%	> 150%	2.0
Coop ^(1,2,3)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	176	0.7%	7.5%	4.3%	2.4	2.7%	15.8	46%	59%	46%	75% - 100%	< 75%	1.7
Dufry ⁽¹⁾	5'336	-4.9%	14.2	25.5	55.3	2.2	51%	49%	-65	17.5%	13.2%	7.3%	1.1	-1.0%	48.2	48%	117%	34%	> 150%	> 150%	4.3
Gategroup ⁽¹⁾	740	18.7%	5.6	9.1	20.3	2.1	111%	-11%	33	0.2%	5.1%	3.1%	5.5	-2.4%	22.7	82%	147%	19%	75% - 100%	75% - 100%	1.6
Highlight & Event AG	28	0.0%	97.4	1057.2	253.6	1.4	1%	99%	-1	-3.5%	4.8%	0.4%	0.5	180.6%	1413.3	6870%	1%	93%	0%	0%	-82.8
Jungfraubahn ^(1,2)	439	18.5%	6.3	11.0	14.7	1.0	78%	22%	-10	3.8%	42.7%	24.4%	0.4	-16.3%	172.0	137%	5%	81%	0%	0%	-0.4
Kuoni ⁽¹⁾	1'202	-23.7%	6.4	14.0	21.1	1.4	78%	22%	7	-2.8%	2.8%	1.3%	8.4	-12.0%	23.2	59%	32%	70%	100% - 125%	75% - 100%	-0.6
Loeb ⁽²⁾	456	-3.5%	32.1	79.6	56.0	2.4	9%	91%	-14	2.3%	13.5%	5.4%	0.6	7.1%	210.8	323%	23%	70%	> 150%	< 75%	-0.9
Migros ^(1,3,4)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-234	1.0%	8.8%	3.3%	1.9	1.5%	49.1	73%	18%	69%	< 75%	< 75%	-0.3
Mobilzone ⁽²⁾	340	12.2%	9.2	11.7	14.0	10.3	67%	33%	19	18.4%	9.6%	7.5%	9.1	7.8%	12.9	90%	75%	32%	> 150%	> 150%	0.3
Orell Füssli ^(1,2)	182	3.6%	13.2	n/a	n/a	1.4	-31%	131%	-14	5.9%	4.0%	-1.2%	2.5	5.1%	91.3	87%	8%	57%	0%	0%	-4.3
Tamedia ⁽¹⁾	1'345	21.8%	7.1	10.2	9.4	1.1	99%	1%	10	4.3%	21.5%	14.8%	0.7	-13.5%	42.0	60%	7%	68%	< 75%	< 75%	0.0
Titlis Bergbahn ^(1,2,5)	173	54.6%	6.3	9.2	11.5	1.5	96%	4%	5	2.6%	41.9%	28.7%	0.6	-14.6%	200.6	129%	17%	71%	< 75%	< 75%	-0.1
Valora ⁽¹⁾	771	-3.5%	6.2	12.1	23.3	1.4	76%	24%	2	2.3%	5.8%	3.0%	3.6	4.3%	23.9	42%	24%	36%	> 150%	> 150%	-0.1
Villars ⁽²⁾	55	-8.5%	10.5	18.7	19.7	0.9	41%	59%	-4	-14.6%	4.7%	2.6%	1.7	-1.3%	97.6	364%	19%	74%	< 75%	< 75%	-2.7
3. Quartil		18.6%	12.5	25.5	31.3	2.2	87%	13%		3.9%	15.5%	9.3%	4.2	4.7%	179.1	144%	63%	70%	> 150%	100% - 125%	0.6
Median		7.9%	8.1	12.1	20.0	1.4	71%	29%		2.2%	8.1%	3.8%	2.2	0.3%	48.6	87%	21%	55%	75% - 100%	< 75%	-0.2
1. Quartil		-3.5%	6.3	11.0	14.6	1.2	17%	83%		-0.5%	4.7%	2.3%	0.7	-12.3%	23.7	60%	7%	34%	< 75%	< 75%	-1.2

Anmerkungen

¹⁾ Erfolgsrechnung um ausserordentliche Ereignisse 2014 korrigiert (APG SGA, Charles Vögelé, Coop, Dufry, Gategroup, Jungfraubahn, Kuoni, Migros, Orell Füssli, Tamedia, Titlis Bergbahn und Valora).

²⁾ Rechnungslegung (APG SGA, Charles Vögelé, Coop, Jungfraubahn, Loeb, Mobilzone, Orell Füssli, Titlis Bergbahn und Villars).

³⁾ Keine Kotierung (Coop und Migros).

⁴⁾ Bilanz-Adjustments 2014 (Migros).

⁵⁾ Anpassung Bilanzstichtag (Titlis Bergbahn).

Keine Kennzahlen zur Bewertung, da keine Kotierung (Coop und Migros).

Die Bilanz 2014 wurde um die Aktiven und Passiven der Migrosbank bereinigt (Migros).

Ausgewiesene Werte basieren auf unterjährigem Abschlusszeitpunkt (Titlis Bergbahn).

Versorger & Telekom 2014

	Bewertung							Operative Performance						Liquidität			Finanzierung				
	Market Cap (in CHFm)	TSR	EV/EBITDA	EVEBIT	PE-Ratio	M/B-Ratio	COV	FGV	EP (in CHFm)	Umsatz-wachstum	EBITDA-Marge	EBIT-Marge	Kapital-umschlag	NWC in % des Umsatzes	Cash Burn Rate (in Tagen)	Quick Ratio	Gearing	EK-Ratio	Operating DC Utilisation	Total DC Utilisation	Net Debt/ EBITDA
Alpiq Holding ¹⁾	2'447	-25.2%	14.6	77.0	n/a	0.5	2%	98%	-438	-14.0%	3.9%	0.7%	1.1	8.1%	70.1	120%	75%	40%	> 150%	> 150%	6.3
Axpo ¹⁾²⁾³⁾	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-306	-3.6%	9.8%	4.9%	0.7	20.7%	129.1	91%	62%	37%	> 150%	> 150%	4.2
BKW FMB Energie ¹⁾	1'425	6.6%	3.7	6.2	6.2	0.6	214%	-114%	72	6.0%	19.4%	11.6%	0.9	13.8%	208.6	242%	69%	32%	75%–100%	< 75%	0.9
Edisun Power Europe ¹⁾⁴⁾	14	26.1%	10.7	25.8	296.0	1.1	38%	62%	-3	-9.8%	68.8%	28.4%	0.1	3.9%	178.0	74%	355%	21%	> 150%	> 150%	8.1
Energiedienst Holding ¹⁾⁴⁾	1'023	10.1%	6.4	10.6	15.9	1.1	97%	3%	9	0.2%	10.5%	6.3%	1.8	4.0%	89.9	136%	11%	55%	< 75%	< 75%	-1.3
Repower ¹⁾	391	-22.2%	8.9	27.5	n/a	0.5	32%	68%	-64	-4.0%	3.3%	1.1%	2.1	5.0%	67.1	133%	85%	36%	> 150%	> 150%	3.3
Romande Energie ¹⁾	1'029	-3.5%	5.3	8.5	n/a	0.6	119%	-19%	-37	0.9%	25.6%	16.0%	0.4	-5.8%	361.3	371%	7%	79%	0%	0%	-2.0
Swisscom ¹⁾	27'066	15.7%	8.5	16.2	17.4	5.2	92%	8%	1'108	2.4%	37.3%	19.4%	0.8	0.7%	15.3	63%	158%	26%	> 150%	> 150%	1.9
3. Quartil		12.9%	9.8	26.6	87.0	1.1	108%	-8%		1.2%	28.5%	16.9%	1.3	9.5%	185.7	162%	103%	43%	> 150%	> 150%	4.7
Median		6.6%	8.5	16.2	16.6	0.6	92%	8%		-1.7%	15.0%	9.0%	0.9	4.5%	109.5	126%	72%	37%	> 150%	> 150%	2.6
1. Quartil		-12.8%	5.8	9.5	13.4	0.6	35%	65%		-5.5%	8.3%	4.0%	0.6	3.1%	69.3	87%	49%	30%	75%–100%	< 75%	0.3

Anmerkungen

¹⁾ ER-Adjustments 2014

²⁾ Anpassung Bilanzstichtag

³⁾ Keine Kotation

⁴⁾ Rechnungslegung

Erfolgsrechnung um ausserordentliche Ereignisse 2014 korrigiert (Alpiq Holding, Axpo, BKW FMB Energie, Edisun Power Europe, Energiedienst Holding, Repower, Romande Energie und Swisscom).

Ausgewiesene Werte basieren auf unterjährigem Abschlusszeitpunkt (Axpo).

Keine Kennzahlen zur Bewertung, da keine Kotation (Axpo).

Abschluss nach SWISS GAAP FER (Edisun Power Europe, Energiedienst Holding).

Technologie 2014

	Bewertung							Operative Performance						Liquidität			Finanzierung				
	Market Cap (in CHFm)	TSR	EV/EBITDA	EVEBIT	PE-Ratio	M/B-Ratio	COV	FGV	EP (in CHFm)	Umsatz- wachstum	EBITDA- Marge	EBIT- Marge	Kapital- umschlag	MWC in % des Umsatzes	Cash Burn Rate (in Tagen)	Quick Ratio	Gearing	EK-Ratio	Operating DC Utilisation	Total DC Utilisation	Net Debt/ EBITDA
Airopack Technology Group ¹⁾	101	-11.9%	n/a	n/a	n/a	11.9	-34%	134%	-8	655.8%	-48.2%	-75.6%	0.4	4.9%	31.0	70%	346%	19%	> 150%	> 150%	n/a
ALSO Holding ²⁾	665	7.7%	5.9	7.6	9.0	1.2	116%	-16%	27	10.8%	1.7%	1.3%	12.8	4.8%	1.2	60%	45%	< 75%	< 75%	< 75%	1.4
AMS ³⁾	2'657	69.3%	14.5	19.7	21.7	3.8	45%	55%	50	22.9%	30.7%	22.7%	1.0	7.1%	258.8	182%	33%	58%	< 75%	< 75%	-0.3
Ascom ²⁾	535	3.9%	7.4	10.3	15.3	2.1	67%	33%	11	-2.4%	14.1%	10.2%	1.9	5.8%	48.1	108%	10%	52%	< 75%	< 75%	-0.5
Crealogix ^{1,3)}	105	1.0%	46.8	159.9	n/a	3.0	5%	95%	-1	1.7%	3.4%	1.0%	4.9	5.2%	197.2	224%	0%	68%	0%	0%	-14.2
Datacolor ^{1,3)}	91	34.6%	9.4	13.8	21.8	2.5	46%	54%	2	14.3%	9.2%	6.3%	9.9	-6.4%	166.0	178%	0%	60%	0%	0%	-4.4
Goldbach Group ²⁾	106	1.3%	3.3	3.7	34.0	3.4	198%	-98%	22	1.2%	5.9%	5.3%	-34.2	-5.7%	47.7	122%	33%	21%	< 75%	< 75%	-1.8
Huber & Suhner ²⁾	922	2.7%	7.7	11.3	15.8	1.3	81%	19%	8	4.0%	13.2%	8.9%	1.5	26.1%	80.3	234%	0%	80%	0%	0%	-1.5
Kudelski ²⁾	652	-9.1%	8.6	14.3	28.8	1.6	74%	26%	1	7.2%	12.3%	7.4%	1.5	17.3%	44.7	117%	76%	42%	> 150%	125% - 150%	2.2
Micromas ²⁾	169	-18.7%	1.6	4.9	63.6	1.6	149%	-49%	10	4.3%	11.0%	3.7%	-3.7	15.6%	357.1	825%	0%	37%	0%	0%	-8.7
Myriad Group ²⁾	436	214.0%	33.5	47.8	54.8	6.7	16%	84%	2	-6.9%	31.5%	22.1%	1.0	-34.3%	197.9	130%	12%	69%	0%	0%	-1.2
Swisslog	328	15.2%	11.4	19.9	75.9	2.5	37%	63%	2	5.8%	3.8%	2.2%	7.1	-2.1%	39.6	65%	22%	29%	< 75%	< 75%	-1.6
Temenos ²⁾	2'342	42.4%	12.9	19.9	24.9	6.7	39%	61%	45	0.2%	39.4%	25.7%	1.0	-6.9%	219.6	146%	87%	37%	< 75%	< 75%	0.6
U-Blox	905	44.6%	13.9	20.9	24.9	4.0	45%	55%	18	22.9%	21.7%	14.5%	1.8	12.7%	103.6	139%	9%	71%	0%	0%	-0.7
3. Quartil		40.5%	13.9	19.9	39.2	4.0	80%	20%		13.5%	19.8%	13.4%	4.2	11.3%	197.7	181%	42%	66%	< 75%	< 75%	-0.3
Median		5.8%	9.4	14.3	24.9	2.8	46%	54%		5.1%	11.7%	6.8%	1.5	5.1%	92.0	134%	17%	47%	< 75%	< 75%	-1.2
1. Quartil		1.1%	7.4	10.3	20.2	1.7	38%	62%		1.3%	4.9%	2.6%	1.0	-4.8%	45.5	110%	2%	31%	0%	0%	-1.8

Anmerkungen

¹⁾ Rechnungslegung Abschluss nach SWISS GAAP FER (Airopack Technology Group, Crealogix und Datacolor).

²⁾ ER-Adjustments 2014 Erfolgsrechnung um ausserordentliche Ereignisse 2014 korrigiert (ALSO Holding, AMS, Ascom, Goldbach Group, Huber & Suhner, Kudelski, Micromas, Myriad Group und Temenos).

³⁾ Anpassung Bilanzstichtag Ausgewiesene Werte basieren auf unterjährigem Abschlusszeitpunkt (Crealogix und Datacolor).

Überblick Sektoren 2014

	Bewertung							Operative Performance						Liquidität				Finanzierung			
	Market Cap (in CHFm)	TSR	EV/EBITDA	EVEBIT	PE-Ratio	M/B-Ratio	COV	FGV	EP (in CHFm)	Umsatz- wachstum	EBITDA- Marge	EBIT- Marge	Kapital- umschlag	NWC in % des Umsatzes	Cash Burn Rate (in Tagen)	Quick Ratio	Gearing	EK-Ratio	Operating DC Utilisation	Total DC Utilisation	Net Debt/ EBITDA
Chemie, Rohstoffe & Bauwesen		0.2%	9.3	13.6	17.1	1.8	72%	28%		1.9%	14.1%	10.5%	2.1	14.4%	56.8	126%	35%	52%	< 75%	< 75%	0.4
Industrie & Dienstleistung		2.8%	8.9	12.8	18.9	2.0	66%	34%		2.2%	10.7%	7.2%	2.3	14.0%	55.1	118%	31%	46%	< 75%	< 75%	-0.1
Verbrauchsgüter		20.3%	8.4	13.8	15.3	2.0	81%	19%		2.7%	9.1%	6.6%	1.8	10.3%	28.1	101%	34%	54%	75% - 100%	< 75%	1.1
Gesundheitswesen		31.8%	13.9	19.0	22.1	3.2	43%	57%		3.3%	16.7%	11.1%	1.1	7.7%	126.9	144%	13%	63%	< 75%	< 75%	0.0
Verbraucher-service		7.9%	8.1	12.1	20.0	1.4	71%	29%		2.2%	8.1%	3.8%	2.2	0.3%	48.6	87%	21%	55%	75% - 100%	< 75%	-0.2
Versorger & Telekom		6.6%	8.5	16.2	16.6	0.6	92%	8%		-1.7%	15.0%	9.0%	0.9	4.5%	109.5	126%	72%	37%	> 150%	> 150%	2.6
Technologie		5.8%	9.4	14.3	24.9	2.8	46%	54%		5.1%	11.7%	6.8%	1.5	5.1%	92.0	134%	17%	47%	< 75%	< 75%	-1.2
3. Quartil TOTAL		27.3%	13.4	19.7	24.5	3.5	85%	15%		6.0%	18.1%	12.9%	2.6	17.8%	133.8	182%	59%	67%	125% - 150%	75% - 100%	1.4
Median		8.3%	9.4	13.9	19.5	2.1	64%	36%		2.3%	10.8%	7.2%	1.9	9.2%	59.1	120%	30%	53%	< 75%	< 75%	0.0
1. Quartil TOTAL		-5.9%	7.0	11.2	15.2	1.4	42%	58%		-0.8%	5.6%	3.3%	1.0	2.5%	31.4	84%	6%	37%	< 75%	< 75%	-1.2

Untersuchte Unternehmen

Für die vorliegende Studie wurden sämtliche an der SIX und an der Berner Börse kotierten Unternehmen berücksichtigt, die nicht dem Finanz- oder Immobiliensektor (Banken, Versicherungen und andere Finanzdienstleister, Immobiliengesellschaften) zugehörig sind. Zudem wurden Unternehmen erfasst, die an den erwähnten Handelsplätzen eine Anleihe ausstehend haben. Unternehmen, für die keine ausreichende Datengrundlage vorlag, und Firmen, die ihren Geschäftsbericht nach dem Analysestichtag (30. April 2015) veröffentlichen, wurden nicht berücksichtigt.

Die vorliegende Untersuchung erstreckt sich somit auf insgesamt 137 Unternehmen. Davon sind 133 Unternehmen an der SIX kotiert. 4 Unternehmen sind zwar weder an der SIX noch an der Berner Börse kotiert, haben an der SIX jedoch eine Anleihe ausstehend. Die Sektorbildung erfolgte auf Basis der Klassifikation gemäss den international anerkannten Industry Classification Benchmarks (vgl. www.icbenchmark.com).

Das dieser Studie zugrunde liegende Sample entspricht nicht vollständig demjenigen der vorjährigen Studie. Dies ist auf die Dekotierung und auf die Umklassierung einzelner Firmen sowie die Berücksichtigung zusätzlicher Unternehmen zurückzuführen. Aus diesem Grund können die hier für das Jahr 2014 angegebenen Werte vereinzelt von denjenigen in der letztjährigen Studie abweichen.

Datengrundlage

Die Datengrundlage für diese Studie bilden die publizierten Jahresabschlüsse der untersuchten Unternehmen. Sowohl die Firmendaten als auch alle Kapitalmarktdaten wurden dem Informationssystem Bloomberg (www.bloomberg.com) entnommen. Fehlende Grössen oder fehlerhafte Einträge von Bloomberg wurden direkt auf Basis der publizierten Geschäftsberichte erfasst oder angepasst.

Disclaimer

Diese Studie ist rein informativer Natur und soll nicht als Basis für Investitionsentscheidungen irgendwelcher Art dienen. IFBC übernimmt keine Verantwortung für die ermittelten Resultate und die daraus gezogenen Folgerungen. Obwohl die in diesem Dokument enthaltenen Informationen aus sorgfältig ausgewählten Quellen stammen, übernehmen wir keine Verantwortung hinsichtlich der Genauigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Quellen. Diese Studie und ihre Bestandteile dürfen, ungeachtet des Verwendungszwecks, ohne die vorgängige schriftliche Einwilligung von IFBC weder reproduziert noch verteilt oder veröffentlicht werden.

IFBC