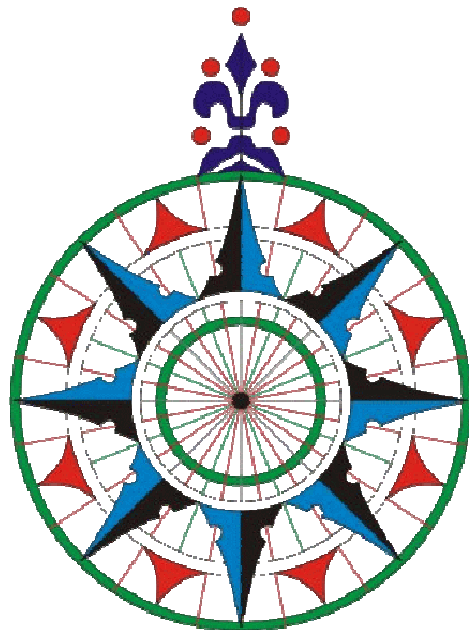


Matthias Wendler

Unternehmens- wertsteigerung im Mittelstand: Erfolgsstrategien

TSR-Analyse des General Standard Index
2006-2010



ORGLINEA MANAGEMENTBERATUNG STUTT GART

Die Orglinea Managementberatung Stuttgart liefert kreative Ideen und funktionierende Konzepte fokussiert auf den Erfolg mittelständischer Industrie- und Dienstleistungsunternehmen. Als Gewinner des „Landespreises Baden-Württemberg für eine vorbildliche und herausragende Betriebsnachfolge“ und als Finalist des „Entrepreneur des Jahres“ bieten wir Beratung auf Augenhöhe mit den Schwerpunkten Strategie, Finanzen und Operations.

Die Finanzanalysen in unserer Untersuchung basieren auf öffentlich zugänglichen Informationsquellen und Orglinea-Einschätzungen, die Unsicherheiten und Änderungen unterliegen. Die Analysen dienen ausschließlich dem allgemeinen Vergleich von Unternehmen und Branchen und dürfen nicht als Grundlage für Investitionsentscheidungen aufgefasst werden.

November 2011

© Orglinea Managementberatung
Stuttgart GmbH, alle Rechte vorbehalten

Mitglied im Bundesverband Deutscher Unternehmensberater BDU e.V. und im BDU-Forum Baden-Württemberg



www.orglinea.com

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	3
Executive Summary.....	4
Wertschaffung und -vernichtung.....	5
Erfolgstreiber und -strategien	11
Einfluss strategischer Hebel auf den TSR	11
Absatzsteigerung.....	11
Stückerlössteigerung.....	11
Stückkostenreduktion	12
Bewertungsverbesserung	13
Dividendenrendite.....	13
Die Erfolgsstrategien der fünf Top-Performer.....	13
SNP Schneider-Neureither & Partner AG, IT-Dienstleistungen.....	13
W.O.M. World of Medicine AG, Medizintechnik.....	14
Sto AG, Eigenheimbau + Möbel	15
Schweizer Electronic AG, Halbleiterprodukte.....	17
CinemaxX AG, Film + Unterhaltung	18
Planung und Umsetzung.....	19
Anwendung für nichtbörsennotierte Mittelständler	21

Executive Summary

Unternehmenswertsteigerung im Mittelstand-Erfolgsstrategien ist die erste Veröffentlichung der Orglinea Managementberatung Stuttgart zur quantitativen Erfolgsmessung von Strategien im deutschen Mittelstand auf Basis einer TSR-Analyse (TSR = Total Shareholder Return) des General Standard Index® der Deutschen Börse. Mit dem TSR-Ansatz werden sowohl ausgeschüttete Gewinne als auch Kurssteigerungen berücksichtigt und somit der beim Anteilseigner entstehende Gesamtertrag. Eindimensionale und damit kurzfristig ausgerichtet Shareholder Value-Maximierung gilt dabei als überholt. Vielmehr sind nachhaltige Unternehmenswertsteigerungen das Ergebnis guten Managements aller relevanten Stakeholder – Kunden, Lieferanten, Beschäftigte, Finanzierungspartner, öffentliche Hand und Anteilseigner – unter Berücksichtigung von Wettbewerb, Risiken und technischen Potenzialen. In unserer Analyse untersuchen wir den Zeitraum von 2006 bis 2010 und zeigen die wesentlichen Hebel und strategischen Kernelemente der erfolgreichsten Unternehmen im General Standard Index auf.

Die Analyse von 90 mittelständischen Unternehmen im General Standard Index zeigt eine bemerkenswerte Streuung des Gesamtertrags für die Anteilseigner zwischen plus 94% und minus 32% jährlich (!) über den gesamten Zeitraum 2006-2010. Im Durchschnitt erreichen die untersuchten Unternehmen lediglich eine Dividendenrendite von 2% und eine Kurssteigerung von 1% pro Jahr.

In unserer Analyse dekonstruieren wir den TSR in seine Hauptbestandteile Umsatzsteigerung, Effizienzsteigerung, Bewertungsverbesserung und Dividendenrendite.

Für die Top-5 Unternehmen unserer Studie ermitteln wir die Zusammensetzung des TSR und stellen die wesentlichen unternehmensspezifischen strategischen Hebel dar. Dabei zeigt sich, dass sowohl expansive Strategieelemente – Internationalisierung, Übernahmen, Innovationen, Produktdiversifikation –

wie auch effizienzorientierte Strategieelemente – Fokussierung auf Kernkompetenzen, Prozessoptimierung, TQM, Beschaffungsstrategie – und konsequentes Turnaround-Management zu außerordentlichem Erfolg führen.

Diese Erfolgsstrategien sind analog anwendbar für nichtbörsennotierte mittelständische Unternehmen. Die Herausforderungen im globalen Wettbewerb sind für alle mittelständischen Unternehmen äquivalent, unabhängig von einer möglichen Börsennotierung. Die hier vorgestellte Optimierung des Unternehmenswerts mit den Bestandteilen TSR-Modell, Planungs- und Umsetzungsprozess und Unternehmensbewertung kann vollständig analog auch für nichtbörsennotierte mittelständische Unternehmen eingesetzt werden.

Wertschaffung und -vernichtung

In unserer Analyse untersuchen wir insgesamt 90 im General Standard Index notierte Unternehmen. Dabei haben wir von den insgesamt 199 im Index notierten Unternehmen die *Penny Stocks* (aktueller Aktienkurs < 1 €) ausgeschlossen. Alle Unternehmen sind seit mindestens fünf Jahren börsennotiert. Für unsere TSR-Analyse 2006-2010 haben wir die jährliche durchschnittliche Kurssteigerung (oder -verlust) auf Basis der jeweiligen Dezemberwerte ermittelt und die gesamten Dividendenzahlungen (brutto) in diesem Zeitraum kalkulatorisch auf die fünf Jahre verteilt. Schwankungen innerhalb dieses Zeitraums werden so weitgehend geglättet. Dies gilt auch für den konjunkturellen Boom in 2008 und die anschließende tiefe Rezession bis Ende 2009. Abbildung 1 zeigt die Entwicklung des General Standard Index (Kursindex) von 2003 bis 2011.

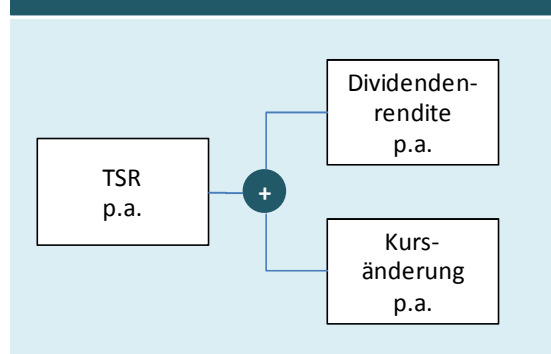
Abbildung 1: General Standard Index (Kursindex)



Quelle: Orglinea-Analyse, Deutsche Börse

Abbildung 2 zeigt die Zusammensetzung des jährlichen TSR aus der Summe von jährlicher Dividendenrendite und jährlicher Kursveränderung.

Abbildung 2: Total Shareholder Return



Die 90 Unternehmen in unserer Untersuchung haben in dem Zeitraum von 2006 bis 2010 im Durchschnitt eine jährliche Kurssteigerung von 1 % erzielt und eine Dividende jährlich von 2 %, bezogen auf den Kurswert von Dezember 2006, brutto ausgezahlt. Damit ergibt sich ein jährlicher TSR von 3 %. Diese Gesamtrendite liegt damit in etwa auf dem Zinsniveau von Bundesanleihen in diesem Zeitraum, was unter Risikoaspekten für die Anleger enttäuschend sein dürfte.

Bemerkenswert ist die große Streuung des TSR. Fünf Unternehmen konnten einen positiven TSR von über +25 % pro Jahr erzielen, während sechs Unternehmen einen negativen TSR von unter -20 % p.a. erreicht haben. Dabei reichen die Ergebnisse von 94 % p.a. bei SNP AG bis -32 % p.a. bei HanseYachts AG. Abbildung 3 zeigt die Top-5 und Flop-5 unserer TSR-Analyse für den Zeitraum 2006-2010.

Abbildung 3: Tops und Flops 2006-2010

Top-5	TSR
SNP AG	94%
W.O.M. World of Medicine AG	37%
Sto AG	31%
Schweizer Electronic AG	29%
CinemaxX AG	28%
Flop-5	TSR
Sanochemie Pharmazeutika AG	-23%
Wige Media AG	-24%
GCI Industrie AG	-26%
Colonia Real Estate AG	-28%
HanseYachts AG	-32%

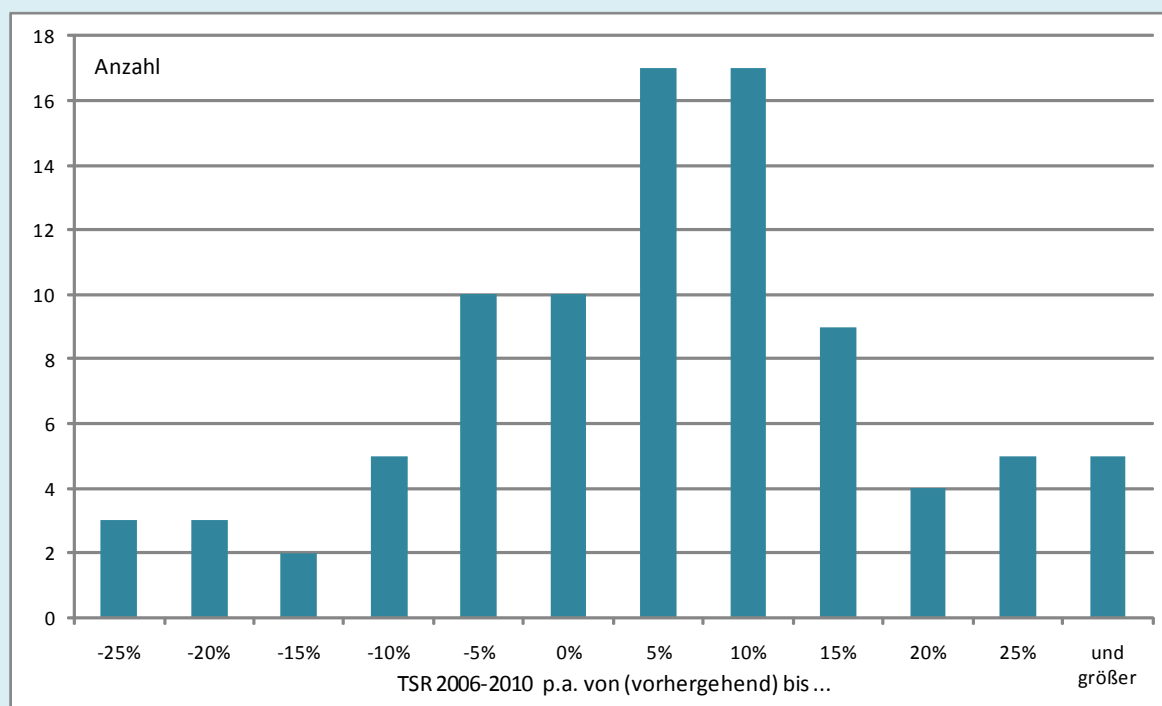
Quelle: Orglinea-Analyse, Deutsche Börse

Abbildung 4 zeigt die Verteilung des jährlichen TSR der analysierten Unternehmen in 2006-2010.

Die Abbildungen 5 und 6 enthalten die komplette Liste mit den 90 Unternehmen, alphabetisch und absteigend sortiert. Dabei finden sich traditionelle und High-Tech-

Unternehmen sowohl als herausragende Unternehmenswertsteigerer als auch als bemerkenswerte Wertevernichter. Erfolg und Misserfolg sind demnach keine Frage der Branche, sondern von Strategie und Umsetzung.

Abbildung 4: Verteilung TSR 2006-2010



Quelle: Orglinea-Analyse, Deutsche Börse

Abbildung 5: Total Shareholder Return p.a. im General Standard Index 2006-2010, alphabetisch

Unternehmen	Sektor	Div.-Rend. p.a.	Kurssteig. p.a.	TSR
adesso ag	IT-Dienstleistungen	1%	-6%	-5%
Advanced Inflight Alliance AG	Film + Unterhaltung	3%	11%	15%
ALNO AG	Eigenheimbau + Möbel	0%	-14%	-14%
Andreae-Noris Zahn AG	Pharmazeutika	3%	-6%	-3%
Bau-Verein zu Hamburg AG	Immobilien	0%	-9%	-9%
Berentzen-Gruppe AG	Getränke	2%	-1%	1%
BHS tabletop AG	Haushaltsgeräte + -waren	3%	2%	5%
Bien-Zenker AG	Eigenheimbau + Möbel	0%	-15%	-14%
Bijou Brigitte AG	Spezialisierte Einzelhandel	4%	-8%	-3%
Borussia Dortmund	Freizeitgüter + -dienstleistungen	0%	3%	3%
Brilliant AG	Eigenheimbau + Möbel	0%	9%	9%
buch.de internetstores AG	Internethandel	0%	8%	8%
CCR Logistics Systems AG	Industrieprodukte + Dienstleistungen	5%	9%	13%
CinemaxX AG	Film + Unterhaltung	0%	28%	28%
Cine Media Film AG	Film + Unterhaltung	8%	14%	22%
Colonia Real Estate AG	Immobilien	0%	-28%	-28%

Abbildung 5: Total Shareholder Return p.a. im General Standard Index 2006-2010, alphabetisch

Unternehmen	Sektor	Div.-Rend. p.a.	Kurssteig. p.a.	TSR
Computec Media AG	Verlags- + Druckereiwesen	2%	-6%	-5%
Creaton AG	Baumaterialien	4%	3%	7%
curasan AG	Biotechnologie	1%	5%	6%
Cycos AG	IT-Dienstleistungen	4%	-1%	3%
Deutsche Balaton AG	Private Equity & Venture Capital	0%	2%	2%
Dürkopp Adler AG	Industriemaschinen	0%	8%	8%
Easy Software AG	IT-Dienstleistungen	0%	-19%	-19%
Ehlebrecht AG	Allgemeine Industrieunternehmen	3%	12%	14%
Eisen- und Hüttenwerke AG	Stahl + Metalle	9%	1%	10%
Energiekontor AG	Erneuerbare Energien	4%	13%	17%
Foris AG	Allgemeine Finanzdienstleister	0%	3%	3%
Friwo AG	Allgemeine Industrieunternehmen	9%	-6%	3%
Garant Schuh + Mode AG	Spezialisierte Einzelhandel	2%	-6%	-5%
GCI Industrie AG	Allgemeine Finanzdienstleister	1%	-27%	-26%
Gelsenwasser AG	Allgemeine Energieversorgung	4%	3%	6%
HanseYachts AG	Großmaschinenbau	0%	-32%	-32%
Heiler Software AG	Software	0%	-7%	-7%
Herlitz AG	Haushaltsgeräte + -waren	0%	-9%	-9%
hotel.de AG	Freizeitgüter + -dienstleistungen	1%	-8%	-7%
Hymer AG	Autoteile + -zubehör	1%	-10%	-9%
i:FAO AG	Software	6%	16%	22%
IFA Hotel & Touristik AG	Freizeitgüter + -dienstleistungen	0%	-14%	-14%
Interseroh SE	Industrieprodukte + Dienstleistungen	1%	9%	10%
Intertainment AG	Film + Unterhaltung	0%	-13%	-13%
ItN Nanovation AG	Hightech-Industrieanlagen	0%	-22%	-22%
KHD Humboldt Wedag Ind. AG	Baumaterialien	9%	14%	23%
Kizoo AG	Internet	5%	-3%	2%
Klassik Radio AG	Rundfunk + Fernsehen	0%	0%	0%
KSB AG St.	Industriemaschinen	3%	9%	12%
Lechwerke AG	Elektrizitätsversorgung	3%	-1%	2%
Leica Camera AG	Unterhaltungselektronik	0%	4%	4%
LS telecom AG	Telekommunikationsdienstleistungen	1%	9%	9%
M.A.X. Automation AG	Allgemeine Industrieunternehmen	2%	0%	2%
Mainova AG	Allgemeine Energieversorgung	2%	-6%	-4%
Maschinenfabrik Berthold Hermle AG	Industriemaschinen	8%	5%	12%
Medisana AG	Medizintechnik	0%	-4%	-4%
Mineralbr. Überk. Tein. St.	Getränke	1%	-10%	-9%
MME Moviment AG	Film + Unterhaltung	5%	15%	20%
Müller - die lila Logistik AG	Logistik	2%	15%	17%
OnVista AG	Internet (?)	0%	4%	4%
Pillington Deutschland AG	Baumaterialien	5%	0%	6%
Pittler Maschinenfabrik AG	Industriemaschinen	0%	16%	16%
pimion Technology AG	Industrieprodukte + Dienstleistungen	0%	-11%	-11%
RM Rheiner Management AG	Kleidung + Schuhe	1%	-2%	-1%
Röder Zeltsysteme + Energiesysteme A	Spezialisierte Einzelhandel	5%	2%	8%
Sachsenmilch AG	Nahrungsmittel + Tabak	0%	7%	7%
Saint-Gobain Obenland AG	Haushaltsgeräte + -waren	5%	1%	5%
Sanacorp Pharmaholding AG	Lebensmittel-, Drogeriemärkte + Apotheken	3%	-10%	-7%
Sanochemie Pharmazeutika AG	Pharmazeutika	0%	-23%	-23%
SCA Hygiene Products SE	Kosmetika	4%	2%	6%
Schwälbchen Molkerei AG	Nahrungsmittel + Tabak	3%	20%	24%
Schweizer Electronic AG	Halbleiterprodukte	1%	28%	29%
Sektkellerei Schloss Wachenheim AG	Getränke	1%	-6%	-5%

Abbildung 5: Total Shareholder Return p.a. im General Standard Index 2006-2010, alphabetisch

Unternehmen	Sektor	Div.-Rend. p.a.	Kurssteig. p.a.	TSR
Simona AG	Chemieprodukte + Zwischenerzeugnisse	3%	1%	3%
SNP AG	IT-Dienstleistungen	22%	73%	94%
Softship AG	Software	2%	4%	7%
Sto AG	Eigenheimbau + Möbel	7%	24%	31%
Stoehr & Co. AG	Industrieprodukte + Dienstleistungen	0%	-1%	-1%
Strabag AG	Bau.- + Ingenieurwesen	1%	11%	12%
Swarco Traffic Holding AG	Elektronische Komponenten + Hardware	0%	20%	21%
Synaxon AG	Spezialisierter Einzelhandel	4%	-1%	3%
TDS AG	IT-Dienstleistungen	0%	8%	8%
Turban AG	Industrieprodukte + Dienstleistungen	7%	6%	13%
update software AG	Software	1%	-10%	-9%
Utimaco Safeware AG	Software	0%	8%	8%
Uzin Utz AG	Baumaterialien	3%	-3%	1%
Varta AG	Industrieprodukte + Dienstleistungen	1%	-20%	-19%
VK Mühlen AG	Nahrungsmittel + Tabak	3%	-1%	2%
vwd AG	Software	0%	-7%	-6%
W.E.T. Automotive Systems AG	Autoteile + -zubehör	2%	-12%	-10%
W.O.M. World of Medicine AG	Medizintechnik	0%	37%	37%
Wasgau AG	Nahrungsmittel + Tabak	2%	3%	5%
Wige Media AG	Werbung	0%	-24%	-24%
WMF AG St.	Haushaltsgeräte + -waren	5%	2%	7%
Durchschnitt		2%	1%	3%

Quelle: Orglinea-Analyse, Deutsche Börse

Abbildung 6: Total Shareholder Return p.a. im General Standard Index 2006-2010, absteigend

Unternehmen	Sektor	Div.-Rend. p.a.	Kurssteig. p.a.	TSR
SNP AG	IT-Dienstleistungen	22%	73%	94%
W.O.M. World of Medicine AG	Medizintechnik	0%	37%	37%
Sto AG	Eigenheimbau + Möbel	7%	24%	31%
Schweizer Electronic AG	Halbleiterprodukte	1%	28%	29%
CinemaxX AG	Film + Unterhaltung	0%	28%	28%
Schwälbchen Molkerei AG	Nahrungsmittel + Tabak	3%	20%	24%
KHD Humboldt Wedag Ind. AG	Baumaterialien	9%	14%	23%
Cine Media Film AG	Film + Unterhaltung	8%	14%	22%
i:FAO AG	Software	6%	16%	22%
Swarco Traffic Holding AG	Elektronische Komponenten + Hardware	0%	20%	21%
MME Moviment AG	Film + Unterhaltung	5%	15%	20%
Energiekontor AG	Erneuerbare Energien	4%	13%	17%
Müller - die lila Logistik AG	Logistik	2%	15%	17%
Pittler Maschinenfabrik AG	Industriemaschinen	0%	16%	16%
Advanced Inflight Alliance AG	Film + Unterhaltung	3%	11%	15%
Ehlebrecht AG	Allgemeine Industrieunternehmen	3%	12%	14%
Turban AG	Industrieprodukte + Dienstleistungen	7%	6%	13%
CCR Logistics Systems AG	Industrieprodukte + Dienstleistungen	5%	9%	13%
Maschinenfabrik Berthold Hermle AG	Industriemaschinen	8%	5%	12%
Strabag AG	Bau.- + Ingenieurwesen	1%	11%	12%
KSB AG St.	Industriemaschinen	3%	9%	12%
Interseroh SE	Industrieprodukte + Dienstleistungen	1%	9%	10%
Eisen- und Hüttenwerke AG	Stahl + Metalle	9%	1%	10%
LS telecom AG	Telekommunikationsdienstleistungen	1%	9%	9%

Abbildung 6: Total Shareholder Return p.a. im General Standard Index 2006-2010, absteigend

Unternehmen	Sektor	Div.-Rend. p.a.	Kurssteig. p.a.	TSR
Brilliant AG	Eigenheimbau + Möbel	0%	9%	9%
buch.de internetstores AG	Internethandel	0%	8%	8%
Utimaco Safeware AG	Software	0%	8%	8%
Dürkopp Adler AG	Industriemaschinen	0%	8%	8%
TDS AG	IT-Dienstleistungen	0%	8%	8%
Röder Zeltsysteme + Energiesysteme A	Spezialisierte Einzelhandel	5%	2%	8%
WMF AG St.	Haushaltsgeräte + -waren	5%	2%	7%
Sachsenmilch AG	Nahrungsmittel + Tabak	0%	7%	7%
Softship AG	Software	2%	4%	7%
Creaton AG	Baumaterialien	4%	3%	7%
Gelsenwasser AG	Allgemeine Energieversorgung	4%	3%	6%
SCA Hygiene Products SE	Kosmetika	4%	2%	6%
curasan AG	Biotechnologie	1%	5%	6%
Pillington Deutschland AG	Baumaterialien	5%	0%	6%
Saint-Gobain Obenland AG	Haushaltsgeräte + -waren	5%	1%	5%
Wasgau AG	Nahrungsmittel + Tabak	2%	3%	5%
BHS tabletop AG	Haushaltsgeräte + -waren	3%	2%	5%
OnVista AG	Internet (?)	0%	4%	4%
Leica Camera AG	Unterhaltungselektronik	0%	4%	4%
Foris AG	Allgemeine Finanzdienstleister	0%	3%	3%
Simona AG	Chemieprodukte + Zwischenerzeugnisse	3%	1%	3%
Friwo AG	Allgemeine Industrieunternehmen	9%	-6%	3%
Cycos AG	IT-Dienstleistungen	4%	-1%	3%
Borussia Dortmund	Freizeitgüter + -dienstleistungen	0%	3%	3%
Synaxon AG	Spezialisierte Einzelhandel	4%	-1%	3%
Durchschnitt		2%	1%	3%
M.A.X. Automation AG	Allgemeine Industrieunternehmen	2%	0%	2%
VK Mühlen AG	Nahrungsmittel + Tabak	3%	-1%	2%
Deutsche Balaton AG	Private Equity & Venture Capital	0%	2%	2%
Lechwerke AG	Elektrizitätsversorgung	3%	-1%	2%
Kizoo AG	Internet	5%	-3%	2%
Berentzen-Gruppe AG	Getränke	2%	-1%	1%
Uzin Utz AG	Baumaterialien	3%	-3%	1%
Klassik Radio AG	Rundfunk + Fernsehen	0%	0%	0%
Stoehr & Co. AG	Industrieprodukte + Dienstleistungen	0%	-1%	-1%
RM Rheiner Management AG	Kleidung + Schuhe	1%	-2%	-1%
Andrae-Noris Zahn AG	Pharmazeutika	3%	-6%	-3%
Bijou Brigitte AG	Spezialisierte Einzelhandel	4%	-8%	-3%
Mainova AG	Allgemeine Energieversorgung	2%	-6%	-4%
Medisana AG	Medizintechnik	0%	-4%	-4%
Computec Media AG	Verlags- + Druckereiwesen	2%	-6%	-5%
Garant Schuh + Mode AG	Spezialisierte Einzelhandel	2%	-6%	-5%
Sektkellerei Schloss Wachenheim AG	Getränke	1%	-6%	-5%
adesso ag	IT-Dienstleistungen	1%	-6%	-5%
vwd AG	Software	0%	-7%	-6%
Heiler Software AG	Software	0%	-7%	-7%
Sanacorp Pharmaholding AG	Lebensmittel-, Drogeriemärkte + Apotheken	3%	-10%	-7%
hotel.de AG	Freizeitgüter + -dienstleistungen	1%	-8%	-7%
Herlitz AG	Haushaltsgeräte + -waren	0%	-9%	-9%
update software AG	Software	1%	-10%	-9%
Bau-Verein zu Hamburg AG	Immobilien	0%	-9%	-9%
Mineralbr. Überk. Tein. St.	Getränke	1%	-10%	-9%
Hymer AG	Autoteile + -zubehör	1%	-10%	-9%
W.E.T. Automotive Systems AG	Autoteile + -zubehör	2%	-12%	-10%

Abbildung 6: Total Shareholder Return p.a. im General Standard Index 2006-2010, absteigend

Unternehmen	Sektor	Div.-Rend. p.a.	Kurssteig. p.a.	TSR
pimion Technology AG	Industrieprodukte + Dienstleistungen	0%	-11%	-11%
Intertainment AG	Film + Unterhaltung	0%	-13%	-13%
ALNO AG	Eigenheimbau + Möbel	0%	-14%	-14%
IFA Hotel & Touristik AG	Freizeitgüter + -dienstleistungen	0%	-14%	-14%
Bien-Zenker AG	Eigenheimbau + Möbel	0%	-15%	-14%
Varta AG	Industrieprodukte + Dienstleistungen	1%	-20%	-19%
Easy Software AG	IT-Dienstleistungen	0%	-19%	-19%
ItN Nanovation AG	Hightech-Industrieanlagen	0%	-22%	-22%
Sanochemie Pharmazeutika AG	Pharmazeutika	0%	-23%	-23%
Wige Media AG	Werbung	0%	-24%	-24%
GCI Industrie AG	Allgemeine Finanzdienstleister	1%	-27%	-26%
Colonia Real Estate AG	Immobilien	0%	-28%	-28%
HanseYachts AG	Großmaschinenbau	0%	-32%	-32%

Quelle: Orglinea-Analyse, Deutsche Börse

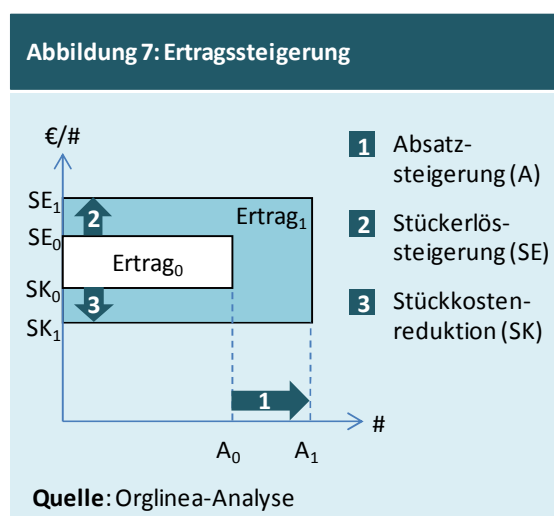
Erfolgstreiber und -strategien

In einem quantitativen Modell dekonstruieren wir den *Total Shareholder Return* als Grundlage zur Analyse der strategischen Hebel.

Die Anwendung dieses Modells für die Top-5-Performer unserer Studie zeigt die unternehmensspezifischen strategischen Kernelemente auf, die jeweils zum außerordentlichen Erfolg geführt haben.

Einfluss strategischer Hebel auf den TSR

Unser TSR-Modell basiert zuerst auf einem ertragsorientierten Substanzwert und berücksichtigt darüber hinaus Bewertungsveränderungen an der Börse als Indikation für veränderte Investorenerwartung hinsichtlich der künftigen TSR-Entwicklung¹ sowie die an die Anteilseigner ausgeschüttete Dividenden.



Der Ertrag des Unternehmens ist das Produkt aus durchschnittlicher Marge und Umsatz. Die Steigerung des Ertrags ist möglich über Absatzsteigerungen, Stückerlössteigerungen und Stückkostenreduktionen. Dieser Teil des Modells entspricht dem *Economic Value Added*. Abbildung 7 zeigt die Steigerung des Ertrags

als Grundlage für die Steigerung des Substanzwerts.

Absatzsteigerung

Zur Steigerung des Absatzes stehen die Kernelemente Diversifikation, Innovation und Akquisition zur Verfügung.

Diversifikation. Markt-, Kunden- und Produktdiversifikation bzw. -internationalisierung. Auch Verbreiterung der Kundenbasis durch strategische Neukundenakquisition, beispielsweise intensivierte Akquisition von Aufträgen der öffentlichen Hand, Markteinstieg in bislang vernachlässigte Regionen, Marktsegmente und Kundengruppen auf der Absatzseite.

Innovation. Innovation von Produkten und Serviceangeboten zur Generierung und Erfüllung neuartiger Kundenbedarfe. Eine möglichst langfristige Kundenbindung erzeugen durch Wartungs- und Finanzierungsbausteine oder regelmäßigen Austausch durch neuere, innovative Produkte und Services.

Akquisition. Verbreiterung der Absatzbasis durch die Übernahme von Konkurrenten oder Kooperationen mit Marktbegleitern.

Stückerlössteigerung

Eine Stückerlössteigerung hat die größte Hebelwirkung auf den Ertrag eines Unternehmens. Eine durchschnittliche Absatzpreissteigerung von 1 % erhöht eine Vorsteueremarge von beispielsweise 5 % auf 6 % und damit relativ um 20 %.

Die Identifikation einer geeigneten Preisstrategie zur Steigerung der Stückerlöse umfasst beispielsweise die kundennutzenbasierte Preisfindung, Preisdiskriminierung entlang Vertriebskanälen und Kundentypen, Produkt- / Servicebundling, fokussierte Rabattierung und Vertriebsincentivierung sowie Werkzeuge für dynamisches *Pricing*.

¹ Für eine ähnliche Analyse vgl. BCG-Report: Risky Business – Value Creation in a Volatile Economy, September 2011

Stückkostenreduktion

Laufende Effizienzsteigerungen sind eine permanente Aufgabe zur Verteidigung oder sogar Verbesserung der Wettbewerbsposition. Flexibilisierung, Produktionsverlagerung, Beschaffung, Prozessoptimierungen und modernes HR-Management haben hier besondere Bedeutung.

Flexibilisierung. Die weitere Flexibilisierung von Beschäftigung und Produktion wird vor dem Hintergrund volatiler werdender konjunktureller Entwicklungen immer wichtiger.

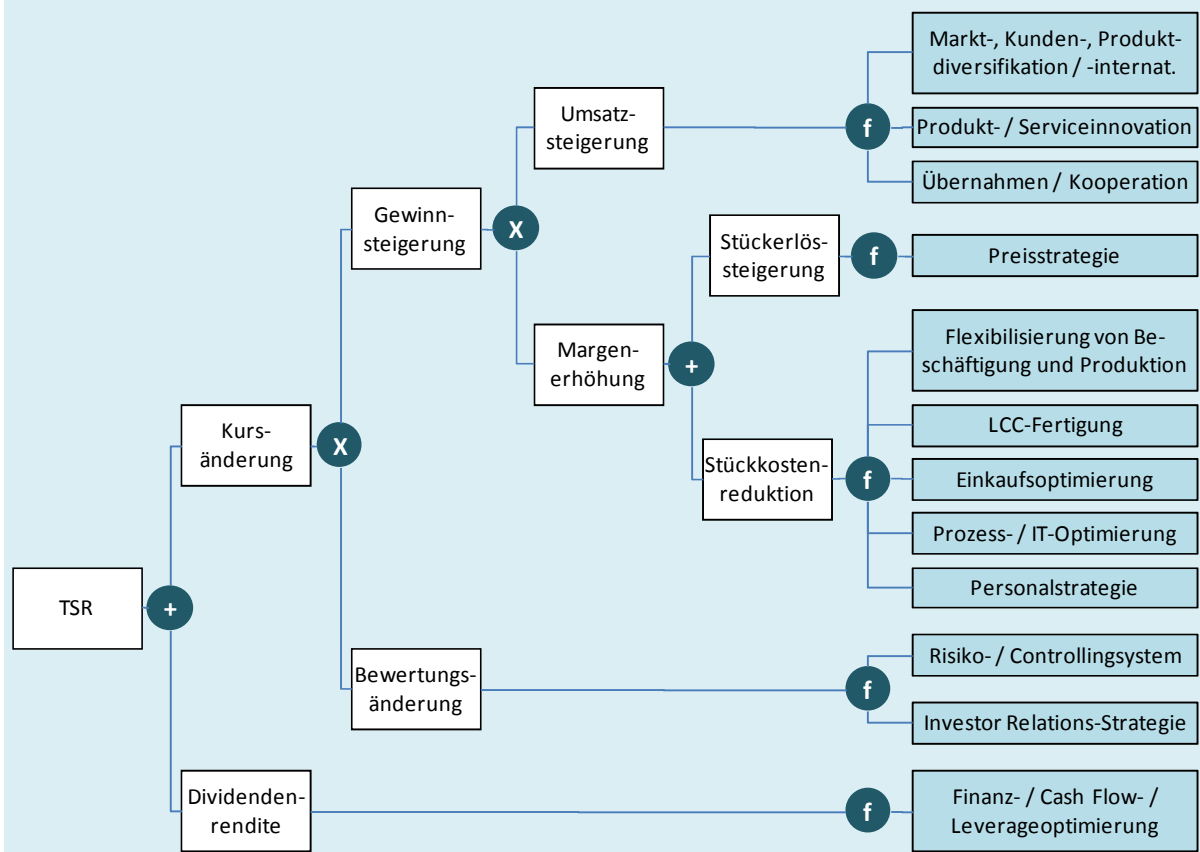
Produktionsverlagerung. Die Produktionsverlagerung in Low Cost Countries (LCC)

kann eine geeignete Maßnahme zur Senkung der Fertigungskosten sein. Hierbei potenzielle Kosteneinsparungen mit Risiken auf der Aufwandsseite gut abwägen.

Beschaffung. Die Optimierung der Einkaufsbedingungen ist ein wesentlicher Hebel zur Reduktion von Stückkosten. Mit Erhöhung des Sourcinganteils und Verringerung der eigenen Wertschöpfung nimmt die Bedeutung im Laufe der Zeit weiter zu.

Prozessoptimierungen. Laufende Prozessoptimierungen in der Fertigung und in den indirekten Bereichen in Verbindung mit einer zielgerichteten IT-Strategie bieten große Potenziale zur Effizienzsteigerung.

Abbildung 8: Orglinea-Modell zum Einfluss strategischer Hebel auf den TSR und seine Komponenten



Quelle: Orglinea-Analyse

HR-Management. Mit einem modernen Personalmanagementsystem die Arbeitsproduktivität steigern. Ein leistungsorientiertes Anreizsystem und modernes Feedback- und

Feedback- und Anreizsystem und modernes Feedback- und

Weiterentwicklungssystem mit entsprechenden Karrierechancen einführen sowie ein Bewerbermarketing, das die notwendige Resonanz im Rekrutierungsmarkt erzeugt.

Bewertungsverbesserung

Die Bewertung des Unternehmens mit einem Multiplikator auf eine Ertragsgröße, wir nehmen in unserer Analyse das EBITDA, ändert sich im Laufe der Zeit auf Basis exogener und endogener Einflüsse.

Auf exogene Einflüsse, insbesondere die gesamtwirtschaftliche Investitions- und Risikopräferenz der Anleger, hat ein mittelständisches Unternehmen keinen Einfluss.

Jedoch können die endogenen Einflüsse gezielt gemanagt werden. So werden Verlässlichkeit und nachhaltig positive Entwicklungen bei Umsatz, Gewinn und Dividende auf den Kapitalmärkten positiv aufgenommen. Dies gilt ebenso für funktionierende Risikomanagement- und Controllingssysteme, die als Frühwarnsysteme fungieren zur weitestgehenden Abfederung negativer Auswirkungen von ungeplanten Veränderungen.

Dividendenrendite

Die Dividendenrendite ist der letzte wesentliche Faktor zur Bestimmung des TSR.

Ausgeschüttet werden kann, was an Cash nach Berücksichtigung eines auch für Krisenfälle ausreichenden Puffers zur Verfügung steht. Die Optimierung des Cash-Flows erhält damit eine besondere Bedeutung. Moderne Finanzierungsmöglichkeiten – Leasing, Factoring, Beteiligungskapital, öffentliche Fördermittel – und Optimierung der Zahlungsziele auf Absatz- und Beschaffungsseite haben entscheidenden Einfluss.

Die Erfolgsstrategien der fünf Top-Performer

Wir analysieren für die Top-5-Performer – SNP AG, W.O.M. World of Medicine AG, Sto

AG, Schweizer Electronic AG, CinemaxX AG – den jeweiligen TSR und die dem außerordentlichen Erfolg zugrundeliegenden strategischen Kernelemente.

SNP Schneider-Neureither & Partner AG, IT-Dienstleistungen

Als Top-1 überragt die SNP Schneider Neureither & Partner AG mit einem jährlichen TSR von 94 % bei weitem alle anderen Unternehmen in unserer Untersuchung. Als führender Anbieter von automatisierten Transformationsprozessen für SAP-Systeme notiert die SNP AG als IT-Dienstleister.

Den größten Beitrag zu dem herausragenden TSR hat eine jährliche Multiple-Erhöhung von 30 % geleistet. Diese spricht für eine besonders effektive Investor Relations-Strategie. Die jährliche Dividendenrendite belief sich auf 22 %, der Umsatz wurde jährlich um 16 % und die Marge um 14 % p.a. gesteigert.

Die SNP AG nutzt hierfür fünf strategische Haupthebel.

Internationalisierung. Markteintritt Schweiz 1999, Österreich 2003, Gründung von Vertriebsgesellschaften in USA und Südafrika 2011.

Übernahmen. Erwerb der Mehrheitsanteile an der EINS GmbH 2003, Erwerb weiterer Anteile in 2009, Erwerb der Mehrheitsanteile an der THEBIS GmbH 2006, Erwerb der restlichen Anteile in 2007, Übernahme HPC-CAS Solution GmbH 2011.

Produktdiversifikation. Ergänzung Leistungsangebot um Service & Support 2002, Markteinführung der Software SNP Realtime Business Manager 2003, Entwicklung SNP Data Distillery 2005, Markteinführung der Software SNP Client Carrier und SNP Base Builder 2006, Entwicklung der Software SNP Compliance Cop 2007

Konzentration auf Kernkompetenzen. Konzentration auf die Bereiche System Landscape

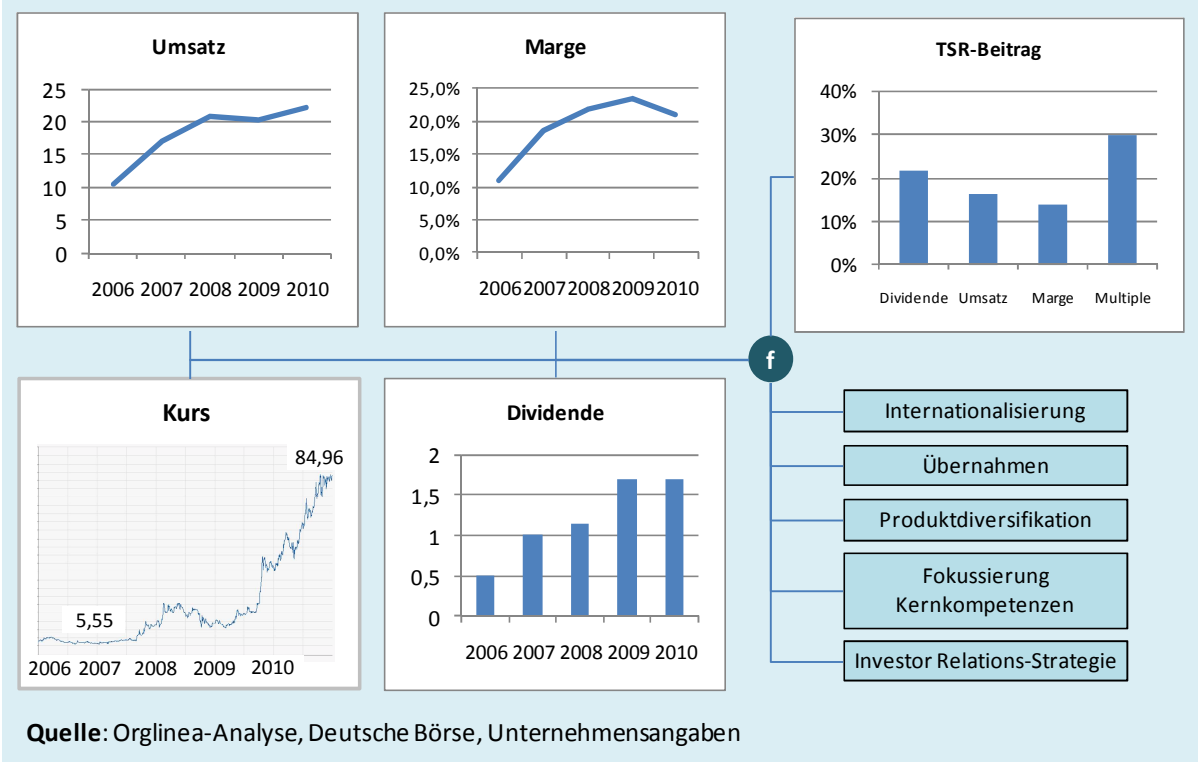
Optimization und Service & Support 2004, Neujustierung auf Konzentration des Beratungsportfolios auf Business Landscape Transformation® und Business Landscape Management sowie Einführung der Software SNP Transformation Backbone® in 2009.

Investor Relations-Strategie. Im Betrachtungszeitraum nahezu ununterbrochen Steigerung des Aktienkurses, auch in der Rezession

2009, permanente Dividendenausschüttungen mit steigender Tendenz, Aktienrückkaufprogramm.

Abbildung 9 zeigt die TSR-Dekonstruktion der SNP AG und ihre strategischen Kernelemente.

Abbildung 9: TSR-Analyse SNP Schneider-Neureither & Partner AG, IT-Dienstleistungen



W.O.M. World of Medicine AG, Medizintechnik

Top-2 in unserer Untersuchung ist die W.O.M. World of Medicine AG mit einem jährlichen TSR von 37 %. Als Spezialist für Geräte für Minimal-Invasive Chirurgie notiert die W.O.M. AG im Sektor Medizintechnik.

Haupttreiber für den hohen TSR ist auch bei W.O.M. World of Medicine AG die Veränderung des EBITDA-Multiples, die sich auf 30 % jährlich beläuft. Diese steht in Verbindung mit

der Übernahme der Aktienmehrheit an W.O.M. durch die ATON GmbH, die in 2008 abgeschlossen wurde. Auch nach Übernahme ist der Kurs weiter angestiegen und hat auch das Krisenjahr 2009 ohne wesentliche Verluste überstanden.

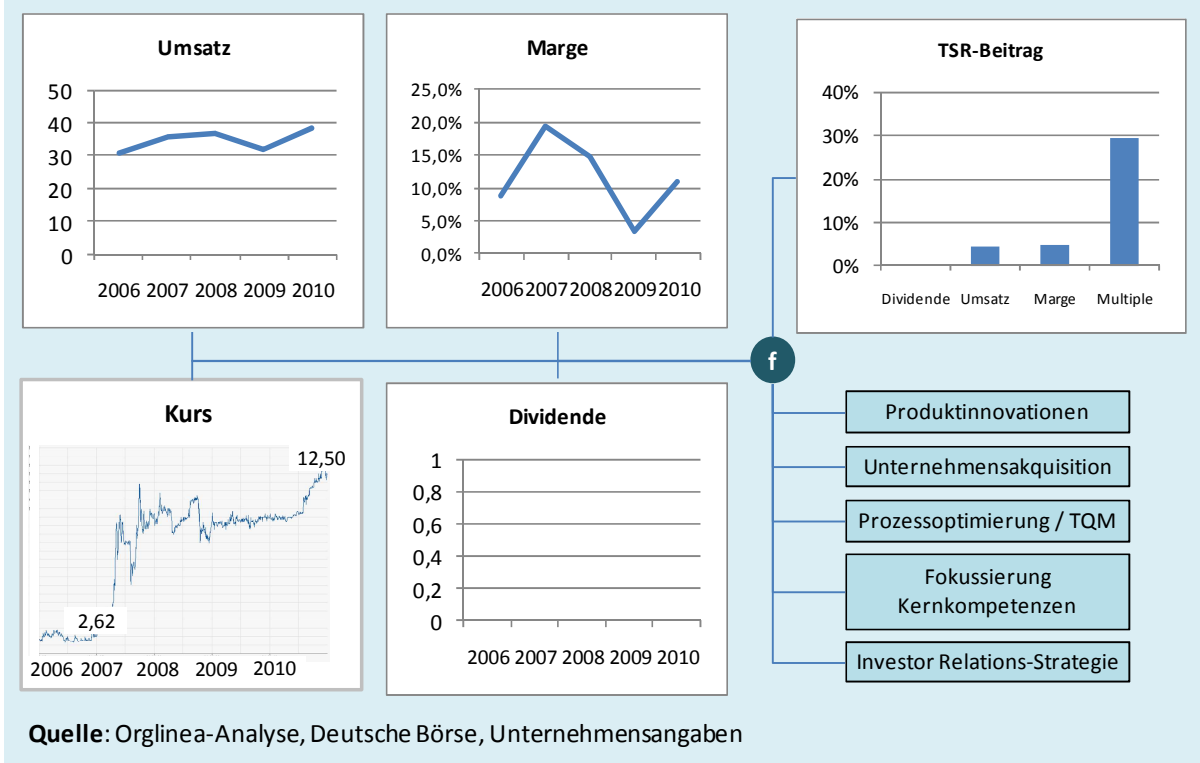
Die W.O.M. setzt dabei auf fünf wesentliche strategische Hebel.

Produktinnovationen. 1972 Erster Hysteroskopie-Insufflator, 1982 Eines der ersten Arthroskopie-Pumpensysteme, 1985 Erster

elektronischer Laparoflator, 1996 Weltweit erster 40l Insufflator, 2007 3-Chip Medical-

HD® Kamera, 2010 Autoklavierbare 3-Chip Medical-HD® Kamera.

Abbildung 10: TSR-Analyse W.O.M. World of Medicine AG, Medizintechnik



Unternehmensakquisition. Übernahme durch die ATON GmbH abgeschlossen in 2008, Erwerb des Anlagevermögens des Unternehmens Welscher GmbH Kunststoff-Formteile i.L. in 2011.

Prozessoptimierung / TQM. Vollständige, zertifizierte Prozesskette von Innovationsmanagement über Produktmanagement, CAD-Konstruktion, Produktion, Account Management bis hin zu Customer Service und Training. 2nd- und 3rd-Party Sourcing-Strategie.

Fokussierung auf vier Kernkompetenzen. Cameras & Photonics, Insufflators & Pumps, Cardiac-Thoracic Instruments, Disposables

Investor Relations-Strategie. Aktienrückkauf, Thesaurierung der Erträge, kontinuierliche Steigerung des Aktienkurses.

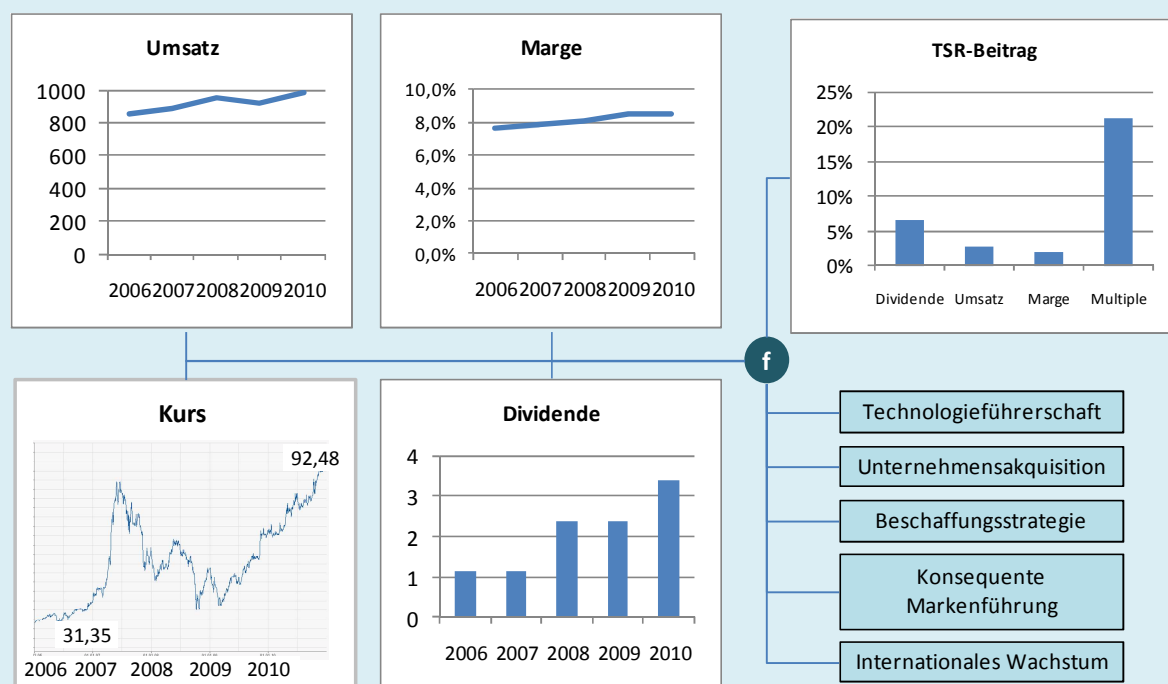
Abbildung 10 zeigt die TSR-Analyse für die W.O.M. AG.

Sto AG, Eigenheimbau + Möbel

Top-3 in unserer Untersuchung ist die Sto AG mit einem jährlichen TSR von 31 %. Die Sto AG ist als international bedeutendster und innovativster Hersteller von Produkten und Systemen für Gebäudebeschichtungen im Sektor „Eigenheimbau + Möbel“ notiert und belegt damit, dass weit überdurchschnittliche TSR auch in traditionellen Branchen realisierbar sind.

Die strategischen Kernelemente für die Sto AG sind Technologieführerschaft, Unternehmensakquisition, Beschaffungsstrategie, konsequente Markenführung und internationales Wachstum.

Abbildung 11: TSR-Analyse Sto AG, Eigenheimbau + Möbel



Quelle: Orglinea-Analyse, Deutsche Börse, Unternehmensangaben

Technologieführerschaft. Seit über 50 Jahren technologisch bedeutsame Innovationen zur Erzielung der Technologieführerschaft. 1954 Erster kunstharzgebundener Putz, 1960 Entwicklung von Wärmedämm-Verbundsystemen, 1972 erste mechanische Befestigung von WDVS, 1976 erste zementfreie Armierungsmasse, 1994 erste transparente Wärmedämmung: StoSolar, 1996 Siloeinsatz von pastösen Produkten, 1997 QS-Technologie, 1999 Farben und Putze mit dem Lotus-Effect, 2005 Sto-Turbofix – Kleben mit PU-Schaum, 2005 Photokatalytische Farben StoColor Climasan, StoPhotosan NOX, 2010 erste airless spritzbare Fassadenarmierung – StoArmat Classic AS, 2010 Fast Technologie.

Unternehmenstransaktion. 2001 Übernahme Mehrheit am Geschäftsfeld Fassadentechnik der Dyckerhoff AG, 2002 Abschluss Übernahme ispo, 2011 Übernahme STOMIX-Gruppe.

Beschaffungsstrategie. Entwicklungspartnerschaften mit Lieferanten, Integrationsprozess mit leistungsfähigen Lieferanten, international ausgerichtete Beschaffungsorganisation, EDI-Anbindung.

Konsequente Markenführung. Wertsteigerung durch starke Marken (StoSolar, Sto-Turbofix, StoColor, StoArmat usw.) für alle Marktbeteiligten. Marken zur Generierung von Orientierung und Sicherheit in komplexen Märkten.

Internationales Wachstum. Weltweit Vertriebsgesellschaften und Vertriebspartner auf allen Kontinenten.

Abbildung 11 zeigt die TSR-Analyse der Sto AG.

Schweizer Electronic AG, Halbleiterprodukte

Top-4 in unserer Analyse ist die Schweizer Electronic AG mit einem jährlichen TSR von 29% nach erfolgreichem Turnaround. Als Hersteller technologisch anspruchsvoller Leiterplatten ist die Schweizer Electronic AG im Sektor Halbleiterprodukte notiert.

Neben dem Turnaround liegen die strategischen Schwerpunkte der Schweizer Electronic AG in der Service-Orientierung und Forschungs- und Entwicklungskooperationen.

Turnaround. Erfolgreicher Sanierungsprozess mit Werksschließung, Kürzung der Belegschaft um ein Fünftel, Optimierung von Geschäfts- und Produktionsprozessen und Aufgabe von unrentablen Geschäftsbereichen, In 2010 Auszeichnung als „Turnarounder des

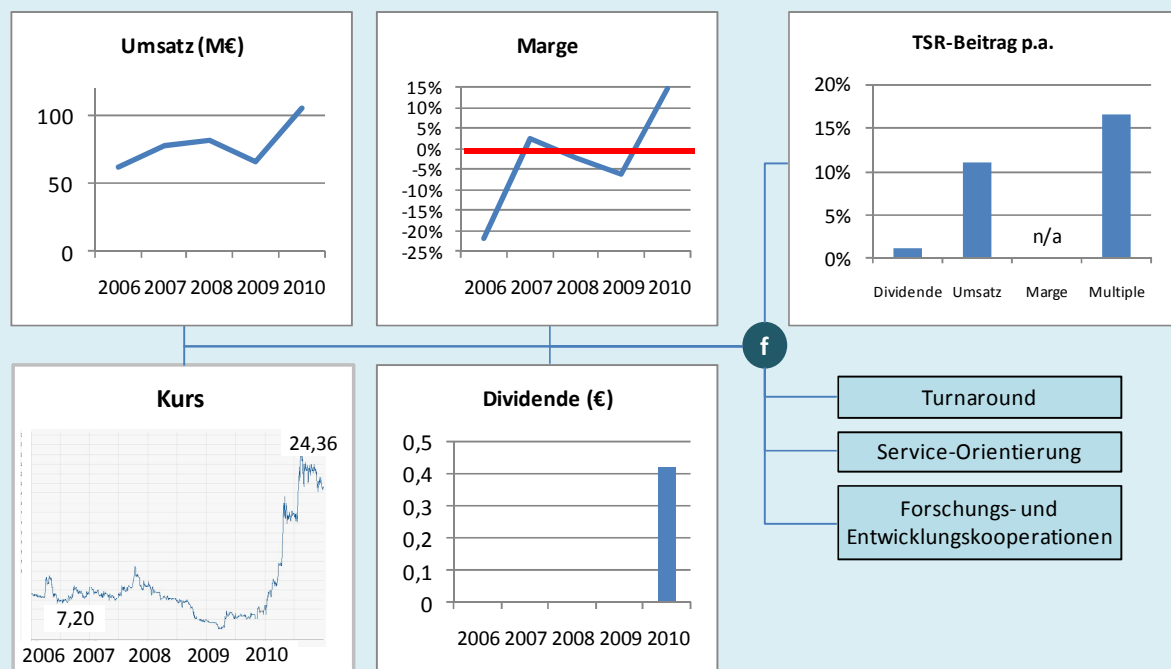
Jahres“ von Wirtschaftsprüfungsgesellschaft BDO und Wirtschaftsmagazin ‚impulse‘.

Service-Orientierung. Fokussierung auf Service-Leistungen für Kundenmehrwert, insbesondere durch kundenindividuelle Zusatzleistungen in Kombination mit Basisleistungen zur Realisierung spezifischer Anforderungen.

Forschungs- und Entwicklungskooperationen. Forschungsk Kooperationen mit Hochschulen (Hochschule Offenburg, Steinbeis-Hochschule Berlin) und Fraunhofer-Instituten (IIS, ISE, IMS, IZM, ICT). Entwicklungskooperationen mit Kunden, beispielsweise Harman/Becker Automotive Systems, Continental Automotive Systems oder Siemens.

Abbildung 12 zeigt die TSR-Analyse der Schweizer Electronic AG.

Abbildung 12: TSR-Analyse Schweizer Electronic AG, Halbleiterprodukte



Quelle: Orglinea-Analyse, Deutsche Börse, Unternehmensangaben

CinemaxX AG, Film + Unterhaltung

Die CinemaxX AG ist Top-5 mit einem jährlichen TSR von 28% nach erfolgter Sanierung in unserer Untersuchung. Die CinemaxX AG betreibt aktuell 34 Kinocenter mit ca. 78.000 Sitzplätzen und ist im Sektor Film + Unterhaltung notiert.

Neben dem Turnaround gehört ein konsequentes Markenmanagement zu den strategischen Hauptausrichtungen der CinemaxX AG.

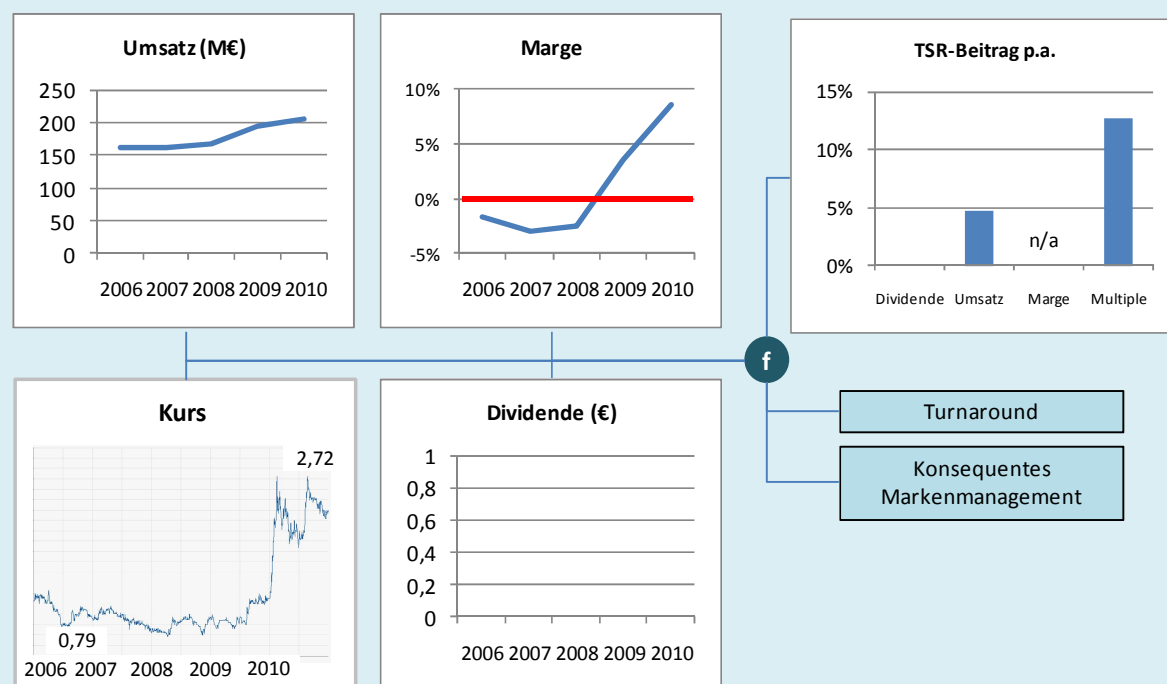
Turnaround. Starker Rückgang der Besucherzahlen ab 2002, konzernweites Sanierungskonzept, Mitwirkung an der Konsolidierung

des Kinomarktes, teils durch Übernahme, teils durch Abgabe von Filmtheatern. Auf Gesellschafterseite Einstieg eines Großaktionärs, der bis 2010 knapp 70% der Anteile übernimmt.

Konsequentes Markenmanagement. Klare Positionierung als serviceorientierter, innovativer Vorreiter in der Kinobranche mit besonderem Flair und Atmosphäre der Filmtheater. Innovatives Mehrmarkenmanagement mit cineccino (Kaffeespezialitäten), MAXXIMUM 3D, MAXXIMUM SOUND, D-BOX (Kinosaal mit High-Tech-Motion-System).

Abbildung 13 zeigt die TSR-Analyse der CinemaxX AG.

Abbildung 13: CinemaxX AG, Film + Unterhaltung



Quelle: Orglinea-Analyse, Deutsche Börse, Unternehmensangaben

Es zeigt sich, dass sowohl expansive Strategieelemente – Internationalisierung, Übernahmen, konsequente Markenführung, Produktinnovationen und -diversifikation, Service-Orientierung, Technologieführerschaft – wie auch effizienzorientierte Strategieelemente – Fokussierung auf Kernkompetenzen, Prozess-

optimierung und TQM, Beschaffungsstrategie, Forschungs- und Entwicklungskooperationen – und konsequentes Turnaround-Management zu herausragenden Ergebnissen führen.

Planung und Umsetzung

Nach unserer Erfahrung ist ein strategischer Planungs- und Umsetzungsprozess dann effektiv, wenn er iterativ zwischen Geschäftsführung und operativer Leitungsebene ausgestaltet ist.

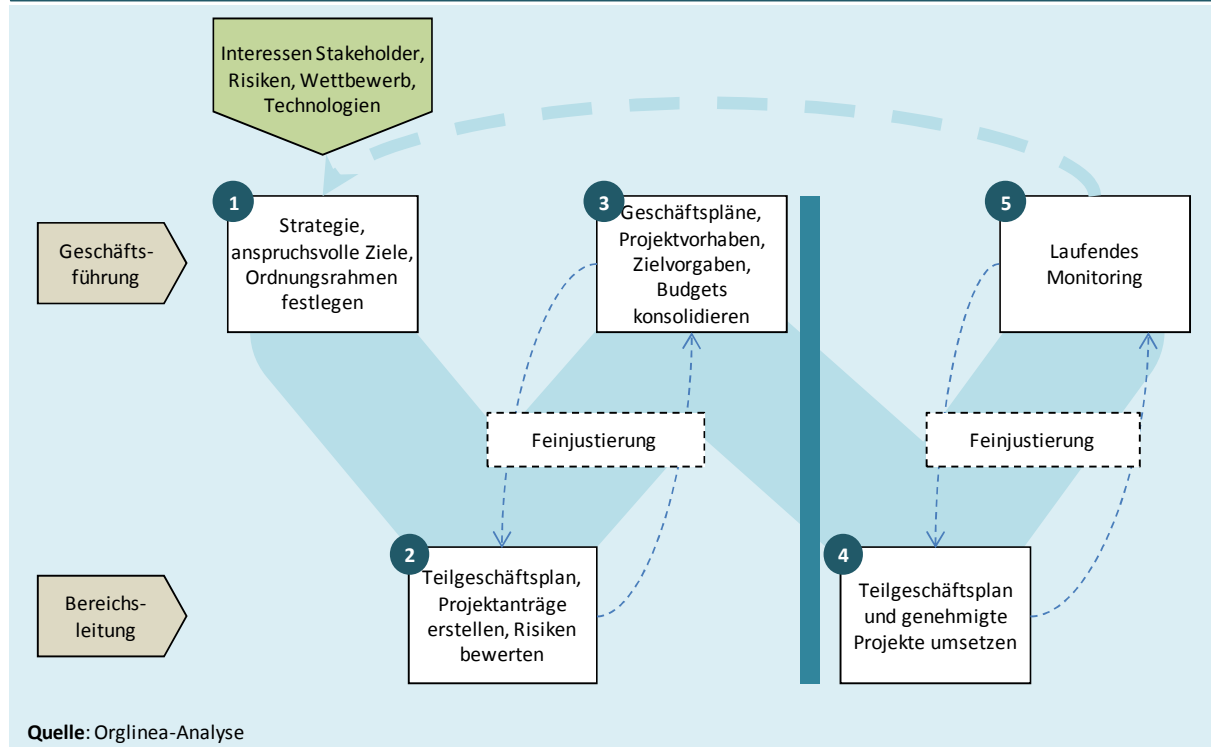
Unter Berücksichtigung der Interessen der verschiedenen *Stakeholder* – Investoren, Finanzierungspartner, Kunden, Beschäftigte, Lieferanten, öffentliche Hand – der Risiken auf makro- und mikroökonomischer Ebene, mutmaßlicher Strategien der Wettbewerber und technologischer Fortschritte legt die Geschäftsführung die Strategie fest, definiert anspruchsvolle Unternehmens- und Bereichs-

ziele und legt den Ordnungsrahmen – Prozesse, Gremien, Werkzeuge – fest.

Zahlreiche Risiken können eintreten und sollten dabei berücksichtigt werden. **Kaufmännische Risiken:** Nachfrageschwankungen, Preiselastizität, Kreditausfälle, Zinshöhe, Wechselkursschwankungen, Steueränderungen. **Operative Risiken:** IT, Sicherheit, Immobilien, Umweltschutz, Lieferantenausfälle, Spionage, Korruption. **Projektrisiken:** Budget, Zeitrahmen, Implementierung, Schnittstellen, Zielerreichung.

Darüber hinaus entscheidet die Geschäftsführung unter Federführung des Finanzressorts über TSR-Maßnahmen zur Steigerung von Börsenbewertung und Dividendenrenditer.

Abbildung 14: Planungs- und Umsetzungsprozess zur Unternehmenswertsteigerung



Auf Basis der Vorgaben von der Geschäftsführung entwickelt die operative Führungsebene einen Teilgeschäftsplan und erstellt Projektanträge zur Steigerung des Unternehmenswerts. Hier kommen alle Vorhaben zur Steigerung

der Stückelöse, zur Senkung der Stückkosten und zur Umsatzsteigerung in Frage. Für jedes Vorhaben werden dabei neben den Projektkosten auch die erwarteten Effekte auf den Unternehmenswert quantifiziert und einher-

gehende Risiken abgeschätzt. Wie in einem klassischen Portfolio-Optimierungsansatz werden die besten Vorhaben selektiert und beantragt.

Anschließend werden die operativen Pläne und Vorhaben durch die Geschäftsführung, auf mögliche Wechselwirkungen überprüft und Budgets, erwartete Effekte und Risiken aufeinander abgestimmt. Die Optimierung aller Pläne und Vorhaben aus übergreifender Unternehmenssicht kann Feinjustierungen auf der operativen Ebene erforderlich machen, bevor die endgültige Freigabe erfolgt. Für die effektive Umsetzung der freigegebenen Teilgeschäftspläne und der jeweiligen Projekte ist die operative Bereichsleitung verantwortlich.

Die Geschäftsführung überwacht regelmäßig die Umsetzungsqualität der Pläne mit einem geeigneten Reporting-Instrument. Wenn Planabweichungen auftreten, können Anpassungen notwendig werden.

Abbildung 14 zeigt den Planungs- und Umsetzungsprozess zur Unternehmenswertsteigerung in den Iterationen zwischen Geschäftsführung und operativer Bereichsleitung.

Wenn in einem Unternehmen bereits ein (jährlicher) strategischer Planungsprozess etabliert ist, können in diesen die Aspekte der Unternehmenswertsteigerung integriert werden. Je weiterentwickelt dieser Prozess hinsichtlich kontinuierlicher Effizienzsteigerungen bereits ist, desto einfacher gestaltet sich dabei die Integration.

Anwendung für nichtbörsennotierte Mittelständler

Kurzfristige Maßnahmen zur Steigerung des *Shareholder Value* sind für nicht börsennotierte mittelständische Unternehmen irrelevant. Langfristig stehen die mittelständischen Unternehmen jedoch vor identischen Herausforderungen hinsichtlich permanenter Effizienz- und Absatzsteigerungen und Zufriedenstellung der Anteilseigner wie börsennotierte Aktiengesellschaften.

Würde ein Unternehmen die Herausforderung zur laufenden Steigerung von Effizienz und Absatz ignorieren, wäre seine Existenz im Wettbewerb auf Dauer bedroht.

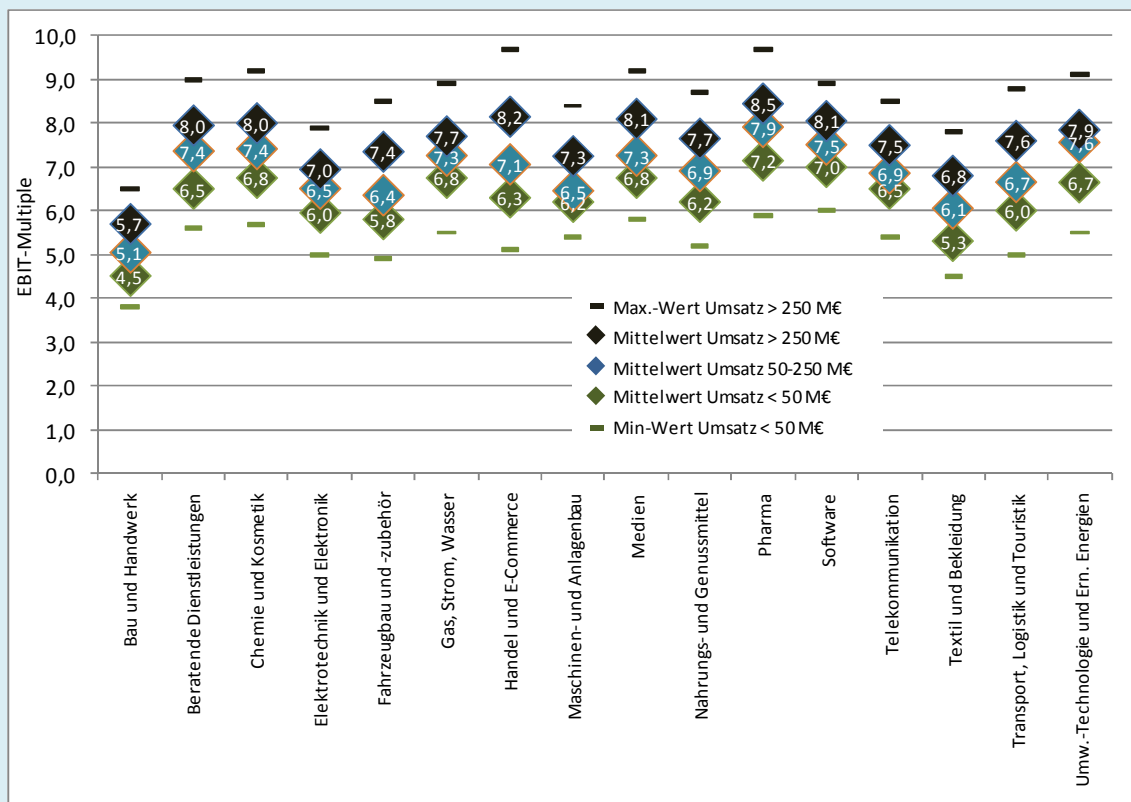
Analog sind die Interessen der Gesellschafter zu berücksichtigen, selbst wenn diese keine

kurzfristige Renditemaximierung anstreben. Dauerhaft unbefriedigende Erträge für die Gesellschafter stellen auf dieser Ebene die Vermögensallokation in Frage mit der möglichen Konsequenz einer Anteilsveräußerung und der Aufnahme neuer Gesellschafter.

Eine unterdurchschnittliche Performance würde darüber hinaus die Refinanzierungsmöglichkeiten (Rating) des Unternehmens deutlich beeinträchtigen und die Ausgangslage für Kooperationen, *Joint Ventures* und Firmenübernahmen verschlechtern.

Langfristig sind damit die Herausforderungen für alle mittelständischen Unternehmen äquivalent, unabhängig davon, ob sie an der Börse notiert sind.

Abbildung 15: EBIT-Multiplikatoren für nichtbörsennotierte mittelständische Unternehmen



Quelle: Finance November 2011, Orglinea-Analyse

Der in unserer Untersuchung vorgestellte Ansatz zur Optimierung des TSR, einschließlich des Planungs- und Umsetzungsprozesses, kann für nichtbörsennotierte Unternehmen analog genutzt werden, sofern ein zuverlässiger und regelmäßiger Indikator für den Unternehmenswert verfügbar ist.

Als Indikator können beispielsweise die monatlich veröffentlichten EBIT-Multiples für 16 Branchen der Zeitschrift ‚Finance‘ dienen. Damit ist nicht nur eine näherungsweise aktuelle Unternehmensbewertung möglich, sondern auch die Veränderung des Unternehmenswerts im Laufe der Zeit.

Abbildung 15 zeigt die EBIT-Multiples aus November 2011 für mittelständische Unter-

nehmen in 16 Branchen und drei Unternehmensgrößenklassen.

Damit steht ein vollständiges Instrumentarium zur TSR-Optimierung auch nichtbörsennotierten mittelständischen Unternehmen zur Verfügung.

Matthias Wendler

Matthias Wendler ist Geschäftsführer der Orglinea Managementberatung Stuttgart.

Direkter Kontakt: wendler.matthias@orglinea.com

ORGLINEA MANAGEMENTBERATUNG STUTTGART

www.orglinea.com