

Das Streben nach Qualität

Die Identifikation nachhaltiger und langfristiger Wachstumschancen durch ROIC-Analysen



Von Thomas Döring
Director Sales, European
Financial Institutions, Janus Capital

Um die Wertschöpfung von Unternehmen zu verstehen, reicht es nicht aus, das Wachstum der Erlöse und Erträge zu analysieren. Auch das eingesetzte Kapital sowie seine Kosten und Rendite müssen berücksichtigt werden. Die Kenntnis der Rendite des investierten Kapitals (ROIC, «Return On Invested Capital») im Verhältnis zu den Kapitalkosten und der Geschäftsentwicklung versetzt Unternehmen in die Lage, einschätzen zu können, ob sie eine hervorragende Marktbewertung erzielen können.

Zwar sind viele Investoren mit den Kennzahlen Gesamtkapitalrendite und Eigenkapitalrendite (ROE) vertraut, aber ROIC – ein Mass der Effektivität des Kapitaleinsatzes zur Steigerung

des Unternehmenswerts – wird seltener berücksichtigt. Wieviel Gewinn kann jeder Dollar oder Euro Unternehmenskapital generieren? Was kostet dieses Kapital und wie beeinflussen diese Kosten die Geschäftsergebnisse? Das sind, kurz gesagt, die Fragen, auf die der ROIC Antworten liefert.

ROIC messen

ROIC ähnelt der Gesamtkapitalrendite und Eigenkapitalrendite, liefert aber weitere Informationen über die Renditen im Kerngeschäft eines Unternehmens. Errechnet wird der ROIC, indem man das Geschäftsergebnis nach Steuern durch die Summe des zur Unterstützung des Kerngeschäfts investierten Kapitals dividiert.

Die Analyse des ROIC geht über die reine Betrachtung der im Finanzbericht aufgeschlüsselten Kosten hinaus. Entscheidend sind hier die Kosten des

eingesetzten Kapitals und die Effizienz, mit der es verwendet wird. Ist der ROIC niedriger als die Kapitalkosten, wird der Unternehmenswert nicht gesteigert, sondern droht zerstört zu werden – und zwar ganz unabhängig von den Wachstumsraten eines Unternehmens.

Ist der ROIC wirklich wichtig?

Um es kurz zu machen: ja. Wir gehen davon aus, dass die Marktbewertung von Unternehmen in direktem Zusammenhang mit den Renditen steht, die ein Unternehmen über seine Kapitalkosten hinaus mit dem eingesetzten Kapital erwirtschaften kann. Diese Annahme wird durch branchen- und unternehmensspezifische Indikatoren gestützt, die auf einen engen Zusammenhang zwischen Wertschöpfung und ROIC hinweisen.

ROIC erhöhen

Es kommt durchaus vor, dass Unternehmensleitungen sich vornehmen, den ROIC ihres Unternehmens zu erhöhen, doch angesichts der Schwierigkeit, signifikante Steigerungen zu realisieren, sind solche Zielvorgaben problematisch. Trotzdem gibt es prinzipiell drei Möglichkeiten, den ROIC eines Unternehmens zu verbessern: Effizienzsteigerung durch Reduktion des eingesetzten Kapitals, Umsatzsteigerung auf bestehender Kapitalbasis sowie Erhöhung der Gewinnmargen.

1. Effizienzsteigerung durch Reduktion des eingesetzten Kapitals

Der Hersteller für Wasch-, Putz- und Reinigungsmittel «Reckitt Benckiser» entschied nach gründlicher Analyse seiner Produktlinien, sich künftig auf seine beiden führenden Marken zu konzentrieren und im Gegenzug andere Marken abzustossen. Bei gleichbleibendem Umsatzwachstum und steigenden Margen führte die geringere Kapitalbasis zu einem höheren ROIC.

2. Umsatzsteigerung auf bestehender Kapitalbasis

Der auf Transport- und Logistikservices spezialisierte Konzern «Landstar Systems» nutzte die Möglichkeit, die Einnahmen zu steigern, ohne die bestehende Kapitalbasis zu erhöhen. Da die Gewinnmargen gehalten werden konnten, führte die Effizienzsteigerung zu einer Erhöhung des ROIC.

3. Erhöhung der Gewinnmargen

Die belgische Brauerei «InBev» konzentrierte ihre Unternehmenspolitik auf die Preisoptimierung und Kostensenkungen und erreichte so eine Steigerung der Gewinnmargen. Das Umsatzwachstum blieb stabil, und obwohl eine Reihe von Akquisitionen zu einer Erhöhung des eingesetzten Kapitals führten, blieb der Anstieg geringer als die Steigerung der Gewinnmargen, so dass auch der ROIC zulegte.

Unabhängig davon, ob Unternehmen ihren ROIC durch Konzentration auf einen oder eine Kombination dieser drei Bereiche erreichen wollen, ist die Realisierung struktureller Veränderungen ein schwieriger und langwieriger Prozess, der nicht immer zum Erfolg führt.

Mehr auf Wertschöpfung als auf Wachstum setzen

Die Erfahrung lehrt uns, dass zwischen dem Anstieg des ROIC und dem Aktienkurs ein signifikanter Zusammenhang besteht. Unternehmen wie auch Investoren sind daher gut beraten, nicht nur auf das Wachstum der Erlöse und Erträge zu achten. Wachstum um des blossen Wachstums willen ist nicht unbedingt der Königsweg, insbesondere wenn die für das Wachstum erforderlichen Investitionen nur geringe Kapitalrenditen generieren. Unternehmen, die ihre Strategien auf die Steigerung der Qualität ihres Wachstums konzentrieren, können dagegen mit grosser Wahrscheinlichkeit ihren Wert langfristig erhöhen.

www.janusinternational.com •

The quest for quality

Identifying sustainable long-term growth opportunities using ROIC analysis.

There is more to understanding value creation than simply analyzing revenue and earnings growth. The capital employed, the cost of that capital and the returns on that capital must also be considered. Understanding a firm's return on invested capital (ROIC) in relation to its cost of capital and the direction it is trending can be quite powerful in identifying whether a company can attain a premium valuation in the market.

While many investors are familiar with return on assets and return on equity, fewer may be familiar with ROIC – a measure of how effectively a company uses its capital to create shareholder value. How much profit is the company able to generate with each dollar of capital? What is the cost of that capital and how does it impact results? This, in a nutshell, is what ROIC helps to reveal.

Measuring ROIC

Though similar to return on assets and return on equity, ROIC goes a step further in isolating the returns associated with a company's core operations. ROIC is derived by dividing the net operating profit after tax, or core earnings, by the amount of invested capital that specifically supports the core business. The analysis of ROIC involves looking beyond the costs itemized in the financial statements. The cost of capital employed by the business and the efficiency in which capital is used are important factors to consider. If the ROIC is below the cost of that capital, value is not being maximized and could potentially be destroyed. This is irrespective of a company's growth rate.

Does ROIC really matter?

In a word, yes. We would expect the size of the premium the market assigns a company to relate directly to the returns it is able to achieve over the cost of the capital employed, and there is both cross-sectional and company-specific evidence that supports this premise. This suggests there is a close connection between value creation and ROIC.

Improving ROIC

It is not uncommon for management to talk about significantly improving their company's ROIC, but given the difficulty of achieving a marked improvement, one must remain skeptical of these goals. Nevertheless, there are three primary ways management may attempt to improve a firm's ROIC:

Increase efficiency through lowering the capital employed in the business. Household products company Reckitt Benckiser looked at its product line very closely and decided to keep the top two performing brands in each market, divesting the others. With revenue growth holding up and margins improving, the lower capital base resulted in a higher ROIC.

Generate more revenue on the existing capital base: Landstar Systems, a truckload carrier service provider, saw an opportunity to increase revenues without having to materially increase its existing capital base. Because margins held up, the added efficiency helped to improve the company's ROIC.

Expand margins: Belgium brewer InBev focused on pricing power and cost cutting, which resulted in higher margins. Revenue growth remained solid and even though the company's invested capital base grew through a number of acquisitions, the increase was not enough to offset the margin improvement, leading to an increase in ROIC.

Whether firms attempt to improve ROIC by focusing on just one area or some combination of the three, making structural changes is difficult, can take some time to complete and is not always successful.

More to value creation than growth

History suggests that there is a significant link between rising ROIC and rising share prices, and that companies and investors would be wise to look beyond revenue and earnings growth. Pursuing growth for growth's sake is not always ideal, particularly if the investment required to generate growth yields low returns on capital. Firms that instead focus on strategies geared toward improving the quality of growth will likely add shareholder value over the long term.