



VALUETRUST

FINANCIAL EXPERTS IN ACTION

Wir für Sie. Aus Überzeugung. Lösungsorientiert,
unabhängig und partnerschaftlich.

Wertsteigerung – aber wie?

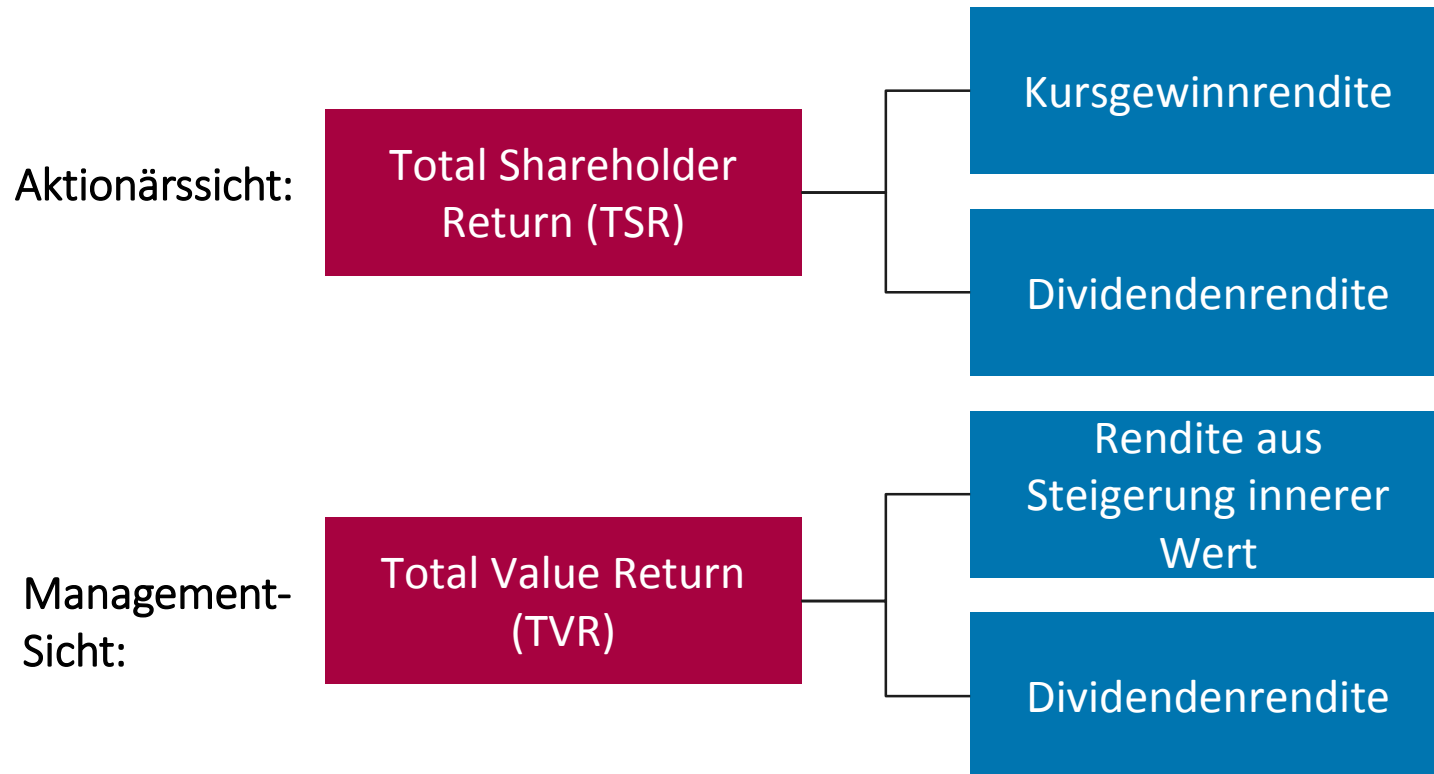
CIRA-Jahreskonferenz 2019

Marion Swoboda-Brachvogel

16. Oktober 2019

C·I·R·A
CERCLE INVESTOR RELATIONS AUSTRIA

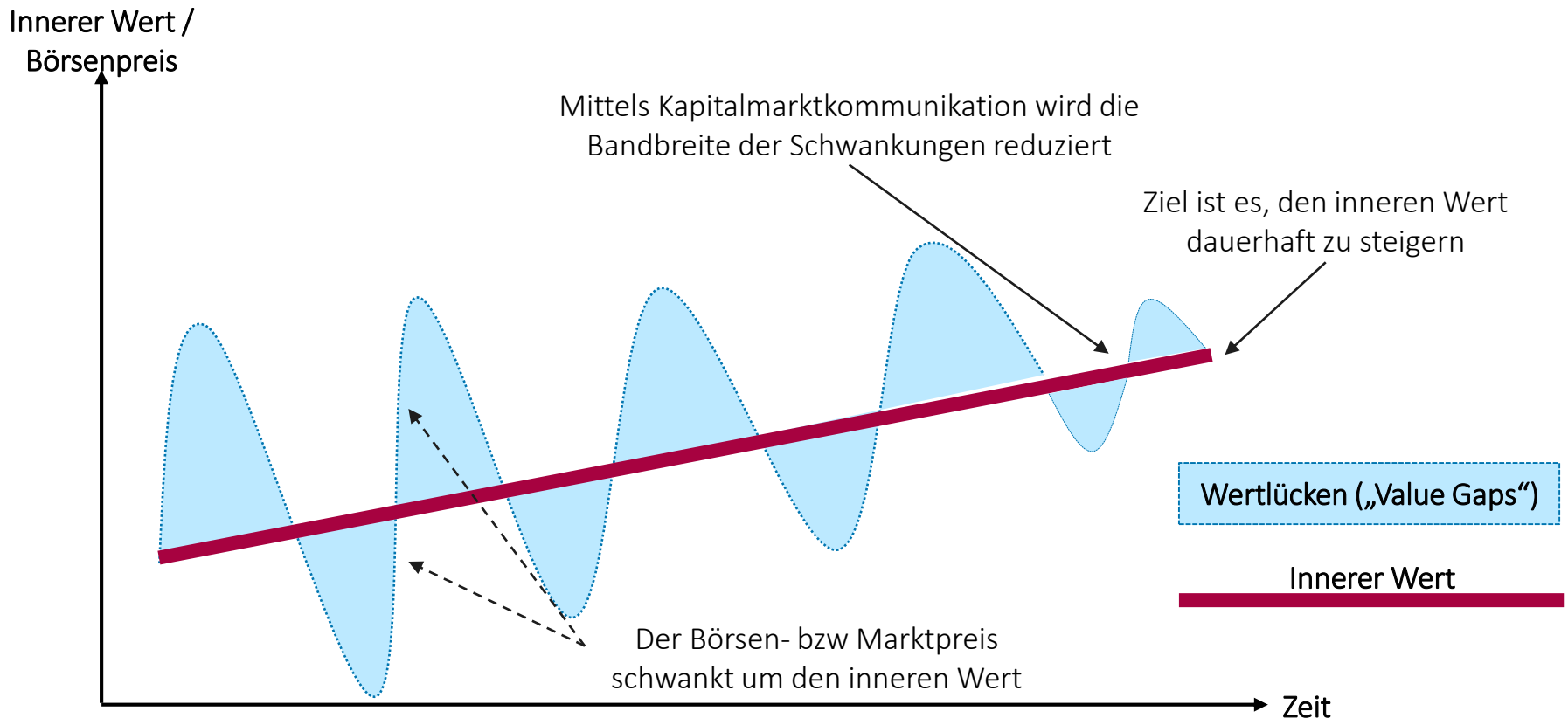
Wertsteigerung aus Sicht der Aktionäre und aus Sicht des Managements sind zunächst zu unterscheiden und stimmen nur zufällig überein



Fazit

- Die Größe Total Shareholder Return spiegelt die auf die Marktkapitalisierung erzielte Rendite aus Sicht der Aktionäre wieder
- Die Größe Total Value Return berechnet die periodische Rendite auf den inneren Unternehmenswert aus Sicht des Managements

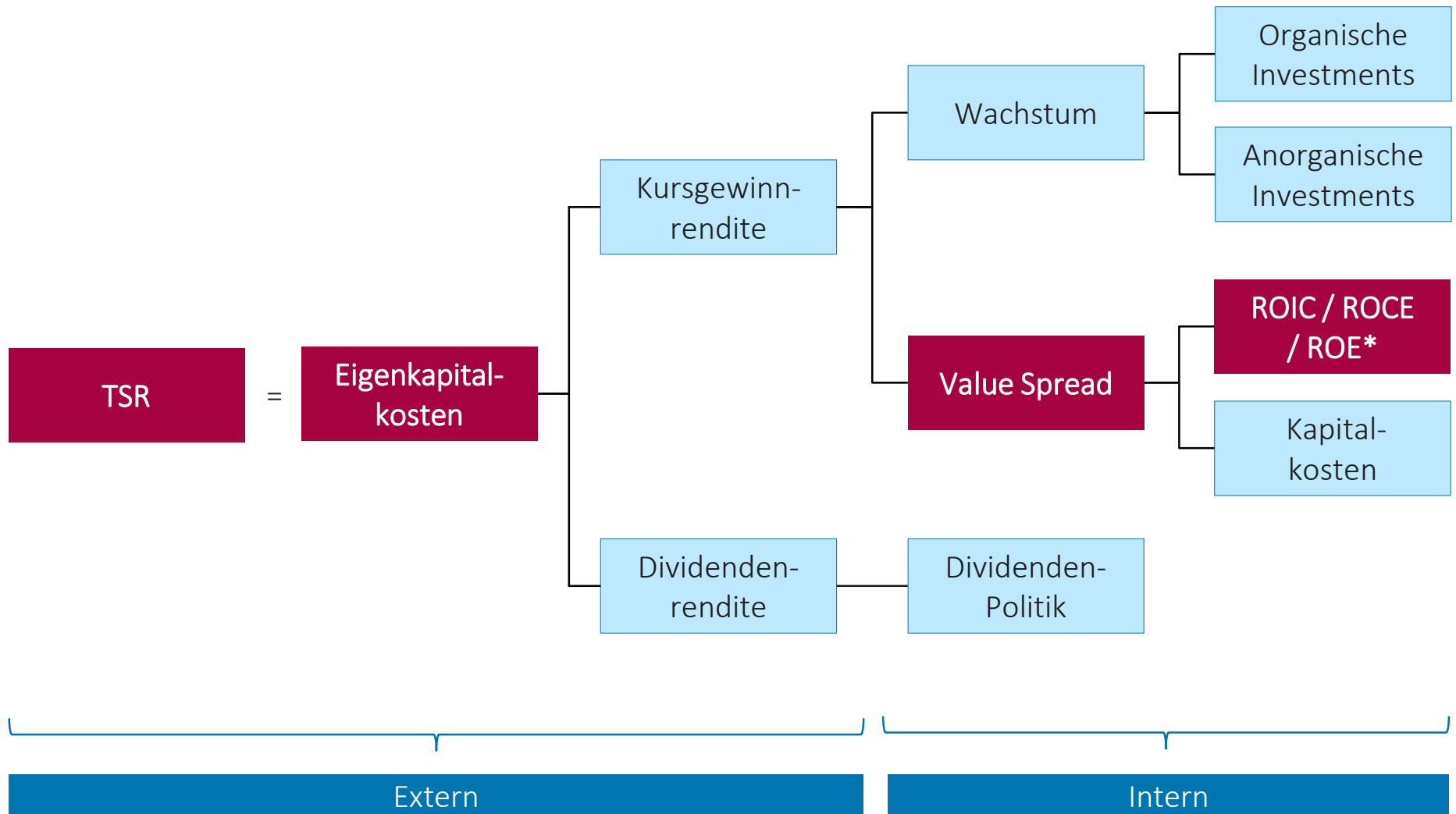
Performance aus Sicht des Unternehmens zielt auf nachhaltige Steigerung des inneren Werts ab und hat die Schließung von Wertlücken zum Ziel



Fazit

Voraussetzung für die langfristige Steigerung der Marktbewertung durch die Börse ist nachhaltiges Wachstum des „inneren“ Unternehmenswerts, was eine wertorientierte Unternehmenssteuerung erfordert

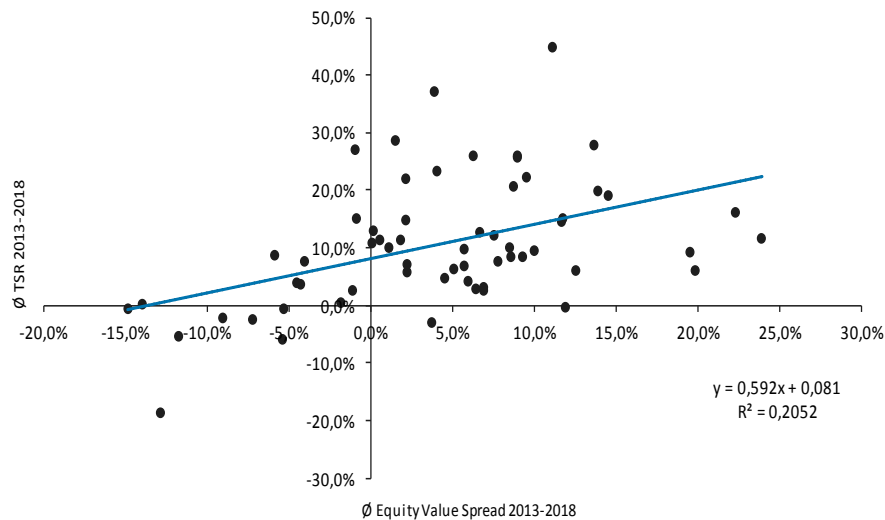
Funktional hängen TSR und die Werttreiber Eigenkapitalkosten, Value Spread sowie Kapitalrendite (ROE, ROIC und ROCE) zusammen und verbinden Aktionärs- (externe) und Unternehmens- (interne) Sicht



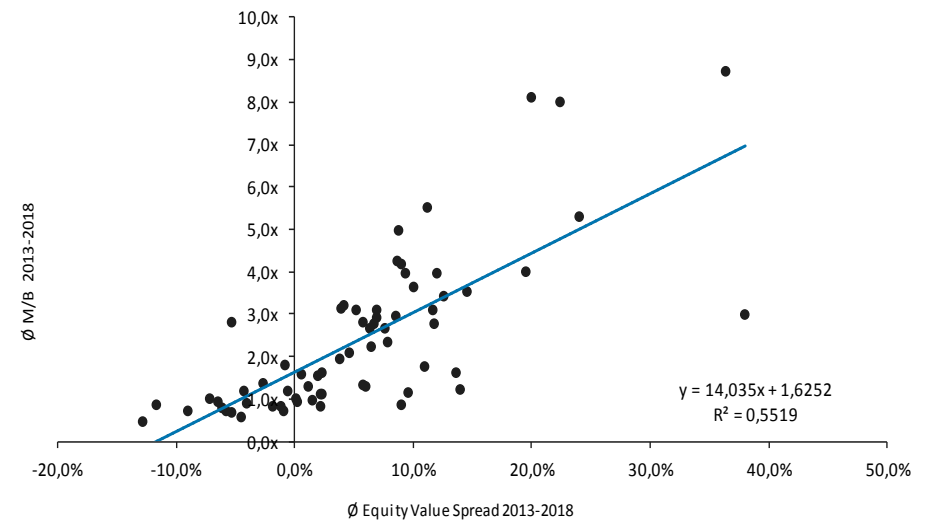
* ROCE = Return on Capital Employed; ROIC = Return on Invested Capital (ROCE nach Steuern); ROE = Return on Equity.

Empirisch lassen sich positive Zusammenhänge zwischen TSR bzw. Markt-/Buchwertverhältnis* und Value Spread für die DACH-Region nachweisen

Equity Value Spread vs. TSR



Equity Value Spread vs. M/B

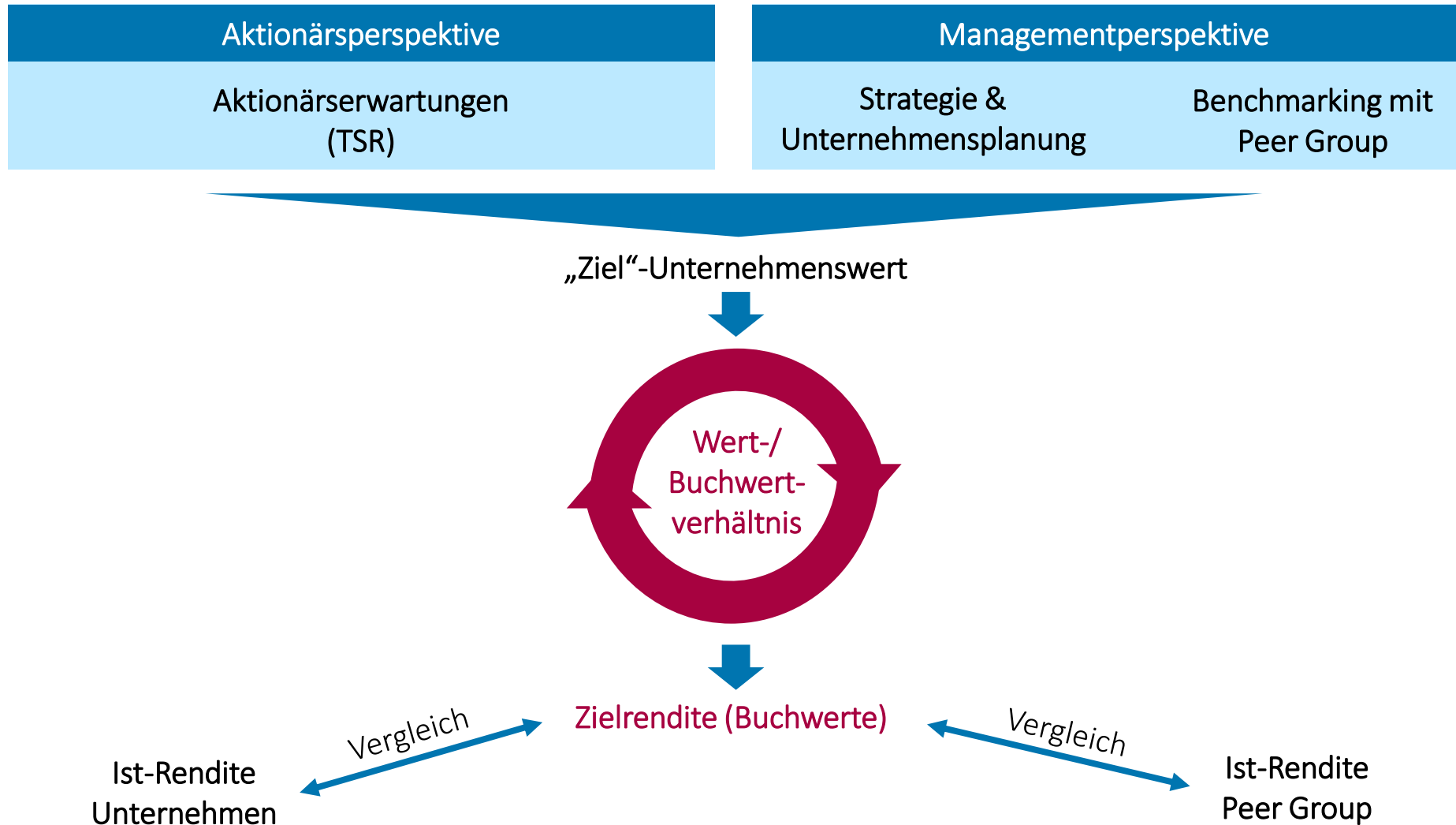


Fazit

- Die Total Shareholder Returns zwischen 2013-2018 lassen sich zu 20% durch die Equity Value Spreads der Unternehmen erklären, bei den M/B-Ratios liegt der Anteil gar bei 55%
- TSR- und Kapitalrendite-Benchmarking mit der „Best Practice“-Peer Group sind in diesem Kontext sinnvoll

* Markt-/Buchwertverhältnis = M/B
Anmerkung: ValueTrust Analysen

Das Wert-/Buchwertverhältnis ist der Transmissionsmechanismus zwischen Aktionärs- und Managementperspektive und Anker für die Zielrendite



Das „Ziel“-Wert-/Buchwertverhältnis determiniert die Zielrendite (z.B. ROCE)

Aktionärsperspektive

Managementperspektive

$$\underbrace{\frac{\text{Ziel-Marktpreis}}{\text{Buchwert}}}_{\text{Preis-/Buchwertverhältnis}} \stackrel{!}{=} \underbrace{\frac{\text{„Ziel“-Unternehmenswert}}{\text{Buchwert}}}_{\text{Wert-/Buchwertverhältnis}} = \underbrace{\frac{\text{Ziel-Kapitalrendite}}{\text{Kapitalkosten}}}_{\text{„Ziel“- Value Spread*}}$$

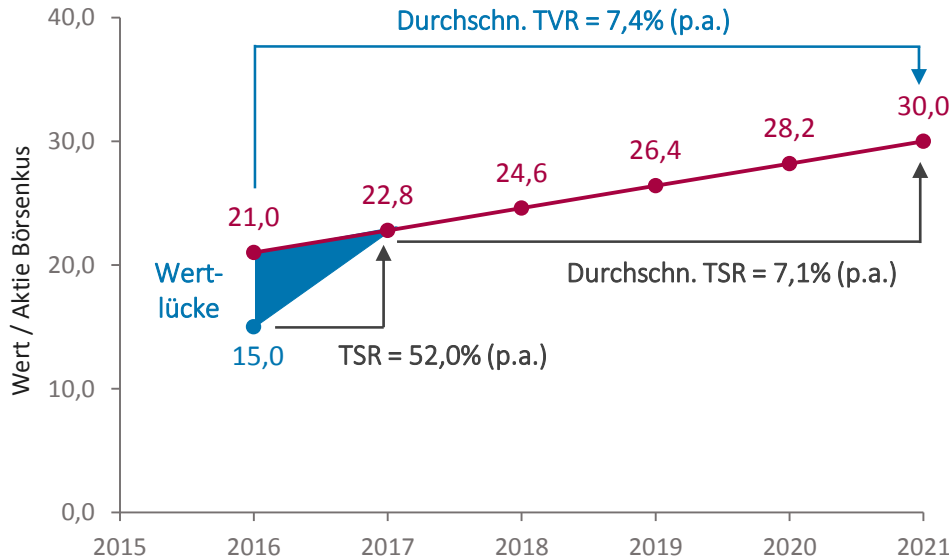
Fazit

- Wertorientierte Steuerung manifestiert sich in der Setzung von Zielrenditen auf Basis eines inneren „Ziel“-Unternehmenswerts
- Zur Schließung von Wertlücken bzw. Unterbewertungen müssen Wert-/Buchwert-Verhältnisse und Markt(preis)-/Buchwertverhältnisse konvergieren

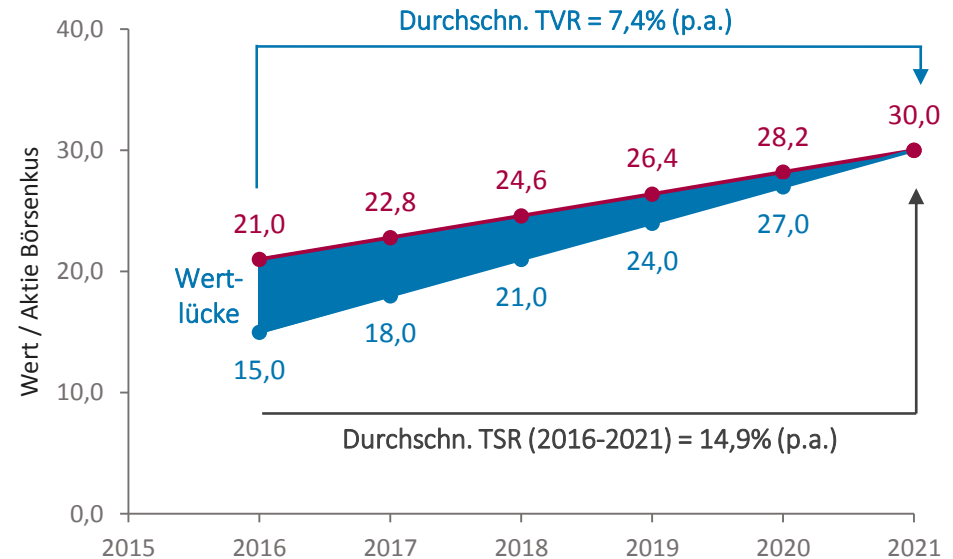
* Vereinfachend ohne Wachstum im Rentenmodell

Zur Schließung der Wertlücke kommt neben der wertorientierten Steuerung eine zentrale Bedeutung auch der Kommunikation durch die Investor Relations-Verantwortlichen zu

Kurzfristiges Schließen der Wertlücke



Langfristiges Schließen der Wertlücke



Legende

- Blau - Ist-Aktienkurs
- Rot - Ziel-Aktienkurs

Fazit

- Neben der fundamentalen Performance beeinflusst die Güte der Kapitalmarktkommunikation die Geschwindigkeit, mit der die Wertlücke zwischen innerem Wert und Aktienkurs geschlossen wird
- Wertorientierte Unternehmenssteuerung rückt auch vor dem Hintergrund der Aktionärsrechterichtlinie zunehmend in den Vordergrund

Abhängig vom Ziel-Wert-/Buchwertverhältnis berechnet sich die Zielrendite ROIC bzw. ROCE (vor Steuern)*

$$EV = \frac{\overbrace{IC * (ROIC - g)}^{= FCF}}{WACC - g} \rightarrow \frac{EV}{IC} * (WACC - g) + g = \text{ROIC} \rightarrow \text{ROIC} / (1 - s) = \text{ROCE}$$

$$EV = \frac{IC * (ROIC - g)}{Ku - g} \rightarrow \frac{EV}{IC} * (Ku - g) + g = \text{ROIC} \rightarrow \text{ROIC} / (1 - s) = \text{ROCE}$$

Legende:

- EV = Enterprise Value
- IC = Invested Capital
- FCF = Free Cash Flow
- Ku = Unverschuldete Eigenkapitalkosten
- g = Wachstumsrate
- s = Steuerquote

Fazit

- Um kurzfristige Kapitalstruktureffekte zu eliminieren und Zeitstabilität bei den Kapitalkosten zu gewährleisten, empfiehlt es sich (anstelle des WACC) die unverschuldeten Eigenkapitalkosten (Ku) als „Basis“-Hurdle Rate zu verwenden

Grundprinzip der Performancemessung und Entlohnung – Theorie

The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 2001 was awarded jointly to George A. Akerlof, A. Michael Spence and Joseph E. Stiglitz "for their analyses of markets with asymmetric information".



George A. Akerlof
USA



A. Michael Spence
USA



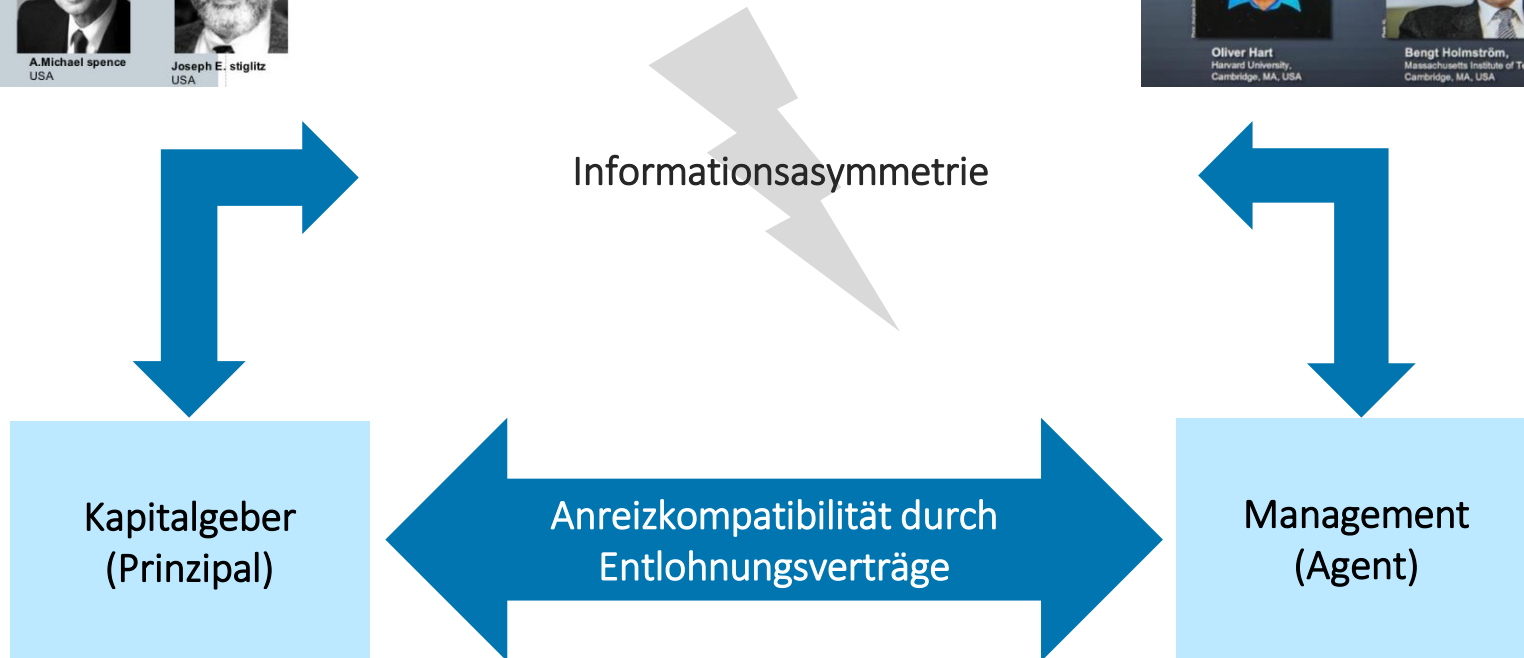
Joseph E. Stiglitz
USA



Oliver Hart
Harvard University,
Cambridge, MA, USA



Bengt Holmström,
Massachusetts Institute of Technology
Cambridge, MA, USA



Fazit

Verringerung der Principal-Agent-Problematik und Herstellung von Anreizkompatibilität zwischen Kapitalgebern und Managern durch Entlohnungsverträge -> Adressierung im Rahmen der Aktionärsrechterichtlinie

VALUETRUST

Folgen Sie uns:

