

## Kapital kostet und sollte daher gut rentieren

**SCHWEIZ** Die Kapitalrenditen messen, wie nachhaltig die Qualität von Unternehmen und Geschäftsmodellen ist – bezogen auch auf die aktuell niedrigen Zinsen.

**RAINER WEIHOFEN**

Wachstum allein macht ein Unternehmen und die Aktionäre nicht glücklich. Profitabel muss das Wachstum sein. So steht es in Strategiepapieren. Mit Büchern zum Thema liessen sich Bibliotheken füllen. Die oft zitierte Marge, die den Gewinn eines Unternehmens ins Verhältnis zu seinem Umsatz setzt, gibt Auskunft über die Effizienz einer Firma. Ob sie profitabel ist, lässt sich daraus nicht ohne weiteres ableiten.

«Für uns zeichnen sich qualitativ hochstehende Unternehmen dadurch aus, dass sie über lange Jahre einen hohen Roic und ein signifikantes Delta zum Wacc erreichen», sagt zum Beispiel Omar Brem, Leiter Research bei der Zürcher Kantonalbank. Aus einem hohen Delta speisen sich die Bewertungsprämien an der Börse.

### Zwei Kennzahlen beachten

Auch «Finanz und Wirtschaft» bezieht sich in ihren Analysen auf dieses Kennzahlenpaar. Roic steht für die Rendite auf dem eingesetzten Kapital (Return on Invested Capital), Wacc sind die durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital). Die Kapitalrentabilität ist für uns ein Qualitätsmerkmal, je höher, desto besser», sagt Christian Wildhaber, Analyst bei der Vermögensverwaltung Albin Kistler. Wenn ein Unternehmen in einem normalen wirtschaftlichen Umfeld seine Kapitalkosten über einen längeren Zeitraum nicht erwirtschaftet, müsse es dafür sehr gute Argumente nennen können und auch Massnahmen definieren, wie das geändert werden kann. Sonst seien solche Titel nicht kauf- oder haltenswürdig.

### Schlanke Firmen im Vorteil

Die Unterschiede bei der Kapitalrendite der Unternehmen sind gross. So ist zum Beispiel Kühne + Nagel in der Lage, Renditen über 20% zu erreichen, da das Unternehmen wegen seines Asset-Light-Modells nur vergleichsweise wenig Kapital für den Geschäftsbetrieb braucht. Die Logistikdienstleisterin hat keine eigenen Schiffe



BILD: EMRAH TURUDU/GETTY IMAGES

**Gleichgewicht reicht nicht: Die Kapitalrendite sollte die Kapitalkosten übertreffen.**

## Mit Zahlenakrobatik zu Kapitalkosten

Bei der Bestimmung der Eigenkapitalkosten eines Unternehmens ist das sogenannte Beta wichtig, ein Mass für die Volatilität eines Wertpapiers im Vergleich zur Volatilität eines möglichst hoch diversifizierten, risikoarmen Vergleichsmarktes. Bloomberg nimmt zum Beispiel den Index S&P 500 zum Vergleich und berechnet mit Methoden der Wahrscheinlichkeitsrechnung das Beta.

Ein Beta von 1 besagt, dass sich der Kurs einer Aktie genau parallel zum Vergleichsmarkt bewegt. Ein Beta grösser 1 zeigt an, dass der Kurs des Wertpapiers volatiler ist als der Markt. Bei einem Beta von 1,2 zum Beispiel um 20%. Ein Beta

kleiner als 1 bedeutet, dass der Kurs weniger volatil ist als der Markt. Ein negatives Beta heisst, das Wertpapier verhält sich gegenläufig zum Markt: sinkt dieser, steigt das Papier und umgekehrt.

Die Eigenkapitalkosten sind die Summe aus den Renditen für eine risikofreie Anlage, zum Beispiel Staatsanleihen, und der Differenz der von den Eigenkapitalgebern geforderten und der risikofreien Rendite, multipliziert mit Beta. Das heisst, die Eigenkapitalkosten sind für risikobehaftete Geschäftsmodelle – für die höhere Renditen verlangt werden – und für volatile Valoren deutlich höher als für stabile, lang etablierte Unternehmen.

# FINANZ und WIRTSCHAFT

oder Flugzeuge. Da haben es zum Beispiel Chemieunternehmen mit ihren kapitalintensiven Produktionsanlagen deutlich schwerer. So erreichte Clariant 2020 ein Roic von 7%, was die Kapitalkosten gerade noch gedeckt haben sollte. EMS-Chemie wiederum erreicht mit ihren hohen Gewinnmargen Renditen deutlich über 20%.

Zurzeit haben es die Unternehmen wegen der niedrigen Zinsen leichter, ihre Kapitalkosten zu erwirtschaften. «Die Problematik im aktuellen Umfeld besteht darin, dass der momentane Wacc nicht den effektiven langfristigen Kapitalkosten entspricht, da die Fremdkapitalkosten künstlich viel zu tief sind», sagt Daniel Lenz, Fondsmanager bei Schroders. Eine Firma könne heute also fast jede Investition rechtfertigen, wenn sie diese mit Fremdkapital finanziere. Das sei natürlich nicht nachhaltig und gebe kurzfristig denkenden Firmen falsche Anreize. «Um dies zu korrigieren, verwenden wir in unserer Analyse oft nicht den Wacc, sondern lediglich die Eigenkapitalkosten einer Firma und stellen diese ins Verhältnis zum Roic.»

Der Wacc ist zusammengesetzt aus den Kosten für das Fremdkapital und den von den Eigenkapitalgebern geforderten Renditen. Die Werte werden mit ihren relativen Anteilen an der Bilanzsumme gewichtet. Die Kosten für das Fremdkapital sind

die zu zahlenden Zinsen, reduziert um den davon ausgehenden Steuereffekt. Bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten ist etwas Zahlenakrobatik nötig (siehe Box).

Aswath Damodaran, Professor für Finanzwesen an der renommierten Stern School of Business der New York University, veröffentlicht jeweils im Januar ein umfangreiches Zahlenwerk mit den Kennzahlen Dutzender Branchen. Die aktuellen Daten weisen zum Beispiel für die Hersteller von Halbleiterequipment Eigenkapitalkosten von 10,87% aus, für Stromerzeuger hingegen sind es nur 3,95% (vgl. Tabelle).

Der Roic ist das Verhältnis des Betriebsgewinns nach Steuern (Nopat: Net Operating Profit After Tax) zum investierten Kapital. Das investierte Kapital, manchmal auch betriebsnotwendiges Kapital genannt, wird von Finanzprofis je nach Investitionsstrategie auf unterschiedliche Weise bestimmt.

## Bilanzwerte näher prüfen

«Das betriebsnotwendige Kapital ist zum einen das Nettoumlaufvermögen aus Debitoren und Warenlager abzüglich Kreditoren und Anzahlungen. Dazu kommen Sachanlagen, bilanzierte Nutzungsrechte aus Leasings und die immateriellen Werte samt Goodwill. Das finanzielle Anlagevermögen lassen wir weg, weil wir uns auf das betriebsnotwendige Kapital beschränken», beschreibt Wildhaber sein Vorgehen.

«Bei grossen Übernahmen sind die immateriellen Werte wichtig, und daher rechnen wir sie mit», betont der Analyst. Man müsse unbedingt beachten, dass eine Firma, die Akquisitionen vornimmt, die Kapitalrendite nicht verwässert. «Das Ziel in unseren Augen muss sein, dass ein Unternehmen spätestens nach fünf Jahren die gleiche Rendite erzielt wie vor der Akquisition.» Das sei für ihn ein gutes Kontrollinstrument dafür, dass eine Firma auch bei Akquisen diszipliniert ist.

Anleger, die Sicherheit suchen, können sich an einem Roic orientieren, der deutlich über dem Wacc liegt. Risikobereite Investoren finden dagegen kleinere Spannen reizvoller, da schnelle Kursgewinne im Durchschnitt wahrscheinlicher sind.

### Roic und Wacc ausgewählter Branchen

	Roic in %	Wacc in %	Roic-Wacc in Pp
Luftfracht	-9,28	5,87	-15,15
Hotel	-3,23	5,59	-8,82
Öl und Gas (Prod. und Expl.)	-2,22	6,24	-8,46
Autoteile	2,24	6,35	-4,11
Lkw-Fracht	1,48	5,44	-3,96
Regionalbanken	-0,03	3,07	-3,10
Chemie	3,35	6,32	-2,97
Öl und Gas (integriert)	4,64	6,66	-2,02
Rückversicherung	5,18	6,91	-1,73
Stahl	4,59	5,84	-1,25
<b>Markt insgesamt</b>	<b>5,06</b>	<b>5,16</b>	<b>-0,10</b>
Verlage und Zeitungen	7,01	5,16	1,85
Stromerzeugung	6,15	3,95	2,20
Spezialchemie	9,48	6,35	3,13
Maschinenbau	10,55	6,65	3,90
Lebensmittelherstellung	14,35	4,91	9,44
Pharma	17,22	6,06	11,16
Halbleiterzulieferer	24,97	10,38	14,59
Telekommunikationsausrüster	21,58	6,69	14,89
Tabak	18,99	4,06	14,93
Computerservice	21,92	6,30	15,62
Software	32,07	6,87	25,20

Quelle: Aswath Damodaran