



Wie zukunftsfähig sind die Strategien deutscher Unternehmen?

Veröffentlicht im Handelsblatt vom 17.10.2006

von Gerhard Nenning und Nils Kuiper

Management Summary

In der aktuellen Berichtssaison haben die meisten DAX-Werte erneut ihre selbst gesteckten Quartalsziele übertroffen. Während die Börsenjournalle von einer „beeindruckenden Serie“ spricht und Aussicht auf weitere Kurssteigerungen gibt, zeigt eine aktuelle Studie unseres Hauses, dass von eitel Sonnenschein keine Rede sein kann.

Die eigenen Erwartungen zu übertreffen ist die eine Sache; ökonomisch geboten indes ist, dass die Gewinnsteigerungen zumindest die bereits im heutigen Unternehmenswert eingepreisten Erwartungen des Kapitalmarkts erfüllen. Und gerade hier tut sich eine deutliche Diskrepanz auf: Je besser die Ergebnisse sind, desto weniger ist klar, woher die vom Kapitalmarkt erwarteten Performance-Steigerungen, die im Durchschnitt heute bereits über 40 Prozent der gesamten Unternehmenswerte ausmachen, eigentlich kommen sollen. Je nach der Art der Lücke zwischen Anspruch und Realität (Ergebnislücke oder Vertrauenslücke) haben wir das ökonomische Problem jedes Unternehmens – mithin die Frage der Zukunftsfähigkeit – benannt und quantifiziert.

So sehr sich Ergebnis- und Vertrauenslücke hinsichtlich ihrer Ursachen unterscheiden – die Konsequenz für die Unternehmenssteuerung ist eine radikale Neugestaltung des Prozesses der Zielsetzung und der strategischen Mittelvergabe. Wir zeigen in der Studie auf, wie der Vorstand – ausgehend vom Wissen über das Anspruchsniveau der Investoren – die Rolle eines strategischen Investors einnehmen und die Erwartungen auf die Unternehmensbereiche verteilen kann. Daneben, wie er über den Zielsetzungsprozess die Strategie umsetzen kann, die am werthaltigsten ist.

1. Fast die Hälfte der aktuellen Unternehmenswerte ist Fantasie

Angenommen, Sie führen ein DAX-100-Unternehmen. Welche Antwort hätten Sie auf die Frage, ob Ihre Aktie überbewertet, unterbewertet oder gerade fair bewertet ist? Da die Aufgabe der Unternehmensführung bekanntlich gerade auch darin besteht, sich gegenüber dem Kapitalmarkt gut zu verkaufen, wäre die Antwort wohl nicht selten ein „strong buy“.

Vergegenwärtigen Sie sich indessen die letzte Entwicklung am Aktienmarkt, sollte sich aber zunehmend ein Gefühl des Déjà-vu einstellen: Während die Börsenkurse unbeirrt von möglichen Turbulenzen und kritischen Nachrichten steigen, sind bereits heute die Erwartungswerte vieler Unternehmen wieder annähernd so hoch wie sie zu Zeiten vor dem letzten Platzen der Blase waren.

In einer aktuellen Studie haben wir die Erwartungswerte von börsennotierten Unternehmen weltweit analysiert. In Deutschland basieren mittlerweile über 40 Prozent der gesamten Unternehmenswerte auf den Erwartungen an künftige Performancesteigerungen. Das heißt im Umkehrschluss: Trotz der aktuellen Rekordergebnisse von Unternehmen beruht nur ein wenig mehr als die Hälfte des Unternehmenswertes auf der gegenwärtigen Performance der Unternehmen. Offen ist, womit die massiven Erwartungen weiterer Ergebnissteigerungen in der Zukunft erfüllt werden sollen.

Abb. 1: Anteil des Erwartungswerts am gesamten Unternehmenswert

DAX-30 Unternehmen	Marktwert in Mrd. Euro	Erwartungen negativ/positiv	DAX-30 Unternehmen	Marktwert in Mrd. Euro	Erwartungen negativ/positiv
1 Deutsche Telekom	104,9	-35%	16 ThyssenKrupp	22,8	3%
2 E.ON	73,7	-1%	17 Commerzbank	18,8	25%
3 RWE	72,4	11%	18 Henkel	18,3	36%
4 Siemens	70,0	49%	19 Continental	15,7	7%
5 Allianz	65,9	12%	20 Linde	15,0	53%
6 Deutsche Bank	51,4	28%	21 Deutsche Börse	14,0	63%
7 SAP	47,9	71%	22 Lufthansa	12,1	-6%
8 DaimlerChrysler	47,0	1%	23 Fresenius Med. Care	11,8	48%
9 BASF	44,9	-16%	24 MAN	10,6	55%
10 Bayer	43,5	44%	25 Postbank	9,8	48%
11 VW	38,5	30%	26 TUI	9,8	28%
12 Deutsche Post	37,3	-23%	27 Infineon	7,3	100%
13 Metro	31,3	42%	28 Adidas	7,2	27%
14 BMW	31,2	-1%	29 Hypo Real Estate	6,7	45%
15 Münchener Rück	29,3	-3%	30 Altana	6,2	3%

Spalte 2 zeigt den Marktwert des Unternehmens ermittelt aus der Marktkapitalisierung vom 10.10.2006 zzgl. Netto-Finanzverbindlichkeiten (in Mrd. Euro). In Spalte 3 wird der prozentuale Anteil der Erwartungen (Future Growth Value) am Unternehmenswert ausgewiesen. Der Erwartungswert ergibt sich aus der Differenz zwischen dem Marktwert und dem Wert des heutigen Geschäfts (Current Operations Value). Der Current Operations Value setzt sich rechnerisch zusammen aus investiertem Kapital und der ewigen Rente aus dem heutigen Wertbeitragsniveau.

Ziel unserer Studie ist es, die Werthaltigkeit der Strategien deutscher Unternehmen mit dem Anspruch der Investoren zu vergleichen und so ihre Zukunftsfähigkeit zu hinterfragen. Vorstände können aus den Ergebnissen ablesen, wo sie stehen und was sie tun müssen, um den aktuellen Aktienkurs zu rechtfertigen sowie ihn nachhaltig zu steigern.

2. Das Problem: Die Entkopplung der Unternehmenssteuerung von den Erwartungen der Investoren

Ungeachtet vieler Lippenbekenntnisse wird der Anspruch des Kapitalmarkts in der Unternehmenspraxis meist nur in Form von drohenden Finanzinvestoren wahrgenommen oder als „Psychologie“ abgetan. Der Prozess der Unternehmenssteuerung – mithin die Finanzierung der Strategie – erfolgt in der Regel über die Planungs- und Budgetierungsrunden und wird so von Faktoren wie Prestigedenken, politischen Verhandlungen oder Standortsicherung getrieben.

Konkret führen in diesem Prozess Vorgaben zur Umsatz- und Ergebnisverbesserung zu einer übermäßigen Kapitalnachfrage aus den operativen Bereichen. Die Unternehmensspitze reagiert darauf nicht als strategischer Investor, sondern kürzt und streicht Investitionsbudgets. Am Ende resultiert die Strategie aus dem Budgetierungsprozess, der willkürlich Projekte und nicht Strategien finanziert.

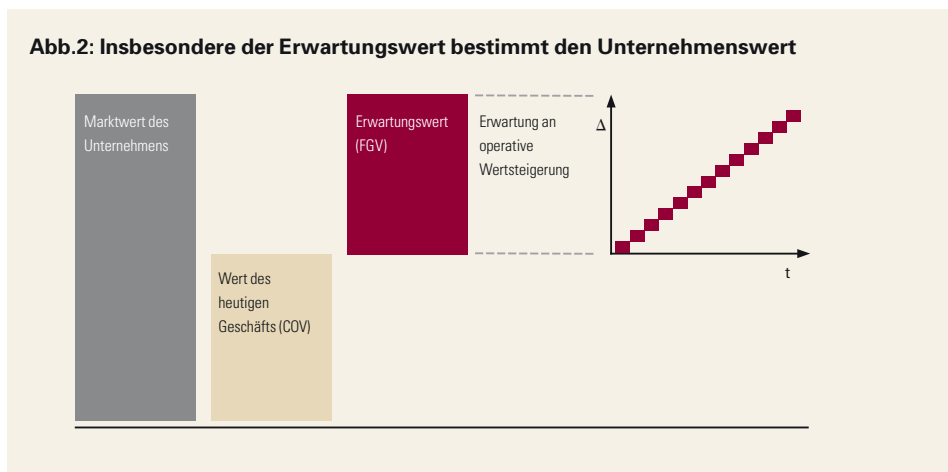
Eine solche Praxis der Unternehmenssteuerung kann die signifikanten Erwartungen nicht erfüllen. So ist es eigentlich nur eine Frage der Zeit, bis die Bewertungen auf dem Kapitalmarkt korrigiert werden. Um dies zu vermeiden, ist ein Paradigmenwechsel in der strategischen Unternehmenssteuerung unerlässlich. Dabei sind drei Punkte zu beachten:

- >> Erstens: Der Vorstand muss die Höhe des Erwartungswerts an sein Unternehmen kennen und wissen, was dieses Anspruchsniveau für die operative Ergebnisverbesserung ganz konkret, z. B. pro Jahr, bedeutet.
- >> Zweitens: Er muss die Rolle eines strategischen Investors einnehmen und die Erwartungen an das Unternehmen auf jeden Unternehmensbereich verteilen.
- >> Schließlich: Die Werthaltigkeit der gewählten Strategie ist nur dann ein Treiber für den Börsenwert, wenn sie auch in der Unternehmenssteuerung, insbesondere im Zielsetzungsprozess, in der Vergabe der Kapitalmittel und im System der finanziellen Anreize umgesetzt wird.

3. Interne Anspruchshaltung und Erwartungen klaffen auseinander

Welcher Anteil des Unternehmenswertes allein auf Erwartungen basiert, ist eine zentrale Information für die strategische Unternehmenssteuerung: Ein positiver Erwartungswert (Future Growth Value, FGV) bedeutet, dass die Investoren von einer Steigerung der Ergebnisse in der

Zukunft ausgehen. Bei einem negativen Wert erwartet der Kapitalmarkt eine Verschlechterung der Performance gegenüber dem heutigen Stand – sowohl in der Wertschaffung EVA, aber vereinfacht auch im EBIT. In diesem Fall ist der Wert des heutigen Geschäfts (Current Operations Value, COV) höher als der gesamte Unternehmenswert! Je größer der Anteil des positiven – oder negativen – Erwartungswerts, desto größer ist also auch der Anteil der künftigen Ergebnisse am Unternehmenswert.



Ist der Erwartungswert positiv, muss das Management zunächst wissen, um wie viel es die aktuelle Performance (Wertschaffung) mittelfristig steigern muss – allein um den heutigen Aktienkurs zu halten. Um diese Frage zu beantworten, haben wir vereinfacht dem aktuellen EBIT 2005 die vom Kapitalmarkt erwartete jährliche Ergebnissteigerung gegenübergestellt.¹ Um Vergleichbarkeit herzustellen, haben wir dabei konstante Kapitalkosten (kein zusätzlicher Kapitalbedarf) und einen gleich bleibenden Steuersatz unterstellt. Bei einem negativen Erwartungswert wird angezeigt, welche jährliche Verschlechterung der EBIT-Performance bereits im heutigen Kursniveau eingepreist ist.

Die entscheidende Frage jedoch ist, inwieweit das Unternehmen diese Erwartungen erfüllt bzw. ob der Kapitalmarkt an dessen Strategie glaubt. Um dies herauszufinden, haben wir den Anspruch des Kapitalmarkts mit der Earnings Guidance des Unternehmens für den Kapitalmarkt verglichen. Das von den Investoren erwartete Performance-Niveau wurde hierzu auf eine jährliche Verbesserung verteilt.

Im Ergebnis besteht eine massive Diskrepanz zwischen der vom Unternehmen kommunizierten Ergebniserwartung und der Erwartung des Kapitalmarkts. Diese Schere zwischen intern formuliertem Anspruch und externen Erwartungen eröffnet zwei Problemfelder:

¹ Der Erwartungswert des Kapitalmarkts wurde pro Unternehmen gleichmäßig auf zehn Jahre verteilt

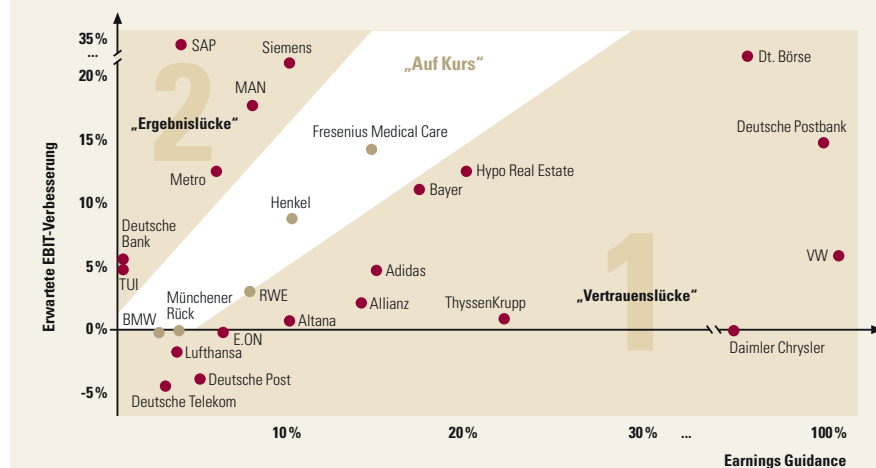
1. Vertrauenslücke

Je weiter die unternehmensinterne Ergebnisplanung die Erwartungen des Kapitalmarkts übersteigt, desto weniger scheint der Kapitalmarkt von der Realisierung des Ergebnisses oder seiner Nachhaltigkeit überzeugt zu sein: Es besteht eine Vertrauenslücke.

2. Ergebnislücke

Je höher der Anspruch der Investoren im Vergleich zur internen Planung, desto weniger reicht das kommunizierte Ergebnis aus, um die Kapitalmarktbeurteilung – und damit den heutigen Aktienkurs – überhaupt zu rechtfertigen. Diese Diskrepanz bezeichnen wir als Ergebnislücke.

Abb. 3: „Schere“ zwischen Erwartung und Planung: Ergebnis- und Vertrauenslücke



Für die Unternehmenssteuerung kann das nur eins bedeuten: Die Strategie muss an den Anforderungen des Kapitalmarkts ausgerichtet und bestehende Lücken zwischen Unternehmenszielen und Kapitalmarkterwartungen geschlossen werden.

Die Zukunftsfähigkeit eines Unternehmens steht und fällt mit einer überzeugenden Strategie. Diese muss einerseits die Shareholder von der Realisierbarkeit der Unternehmensziele überzeugen (Schließung der Vertrauenslücke). Andererseits muss sie ambitioniert genug sein, um die hohen Ergebniserwartungen der Aktionäre in Zukunft erfüllen zu können (Schließung der Ergebnislücke).

Das Vertrauen der Investoren lässt sich jedoch nur gewinnen, wenn die Strategie auch durch die entsprechenden Ergebnisse bestätigt wird. Deshalb ist es unerlässlich, die Aktionärsenerwartungen in Form verbindlicher Ziele in die Organisation zu tragen. Jede Aktivität, jede Investition und jeder Mitarbeiter muss sich daran messen lassen, ob ein Beitrag zur Erreichung der Gesamtstrategie geleistet wird.

4. Der Vorstand muss als strategischer Investor agieren

Wir haben gezeigt, dass das Wissen über den Erwartungswert und über die daraus abgeleitete Lücke für eine intelligente Kapitalmarktstrategie unabdingbar ist. Doch die bloße Kenntnis reicht nicht aus, um das Unternehmen auf den Mehrwert für die Aktionäre auszurichten. Im Gegenteil: Hier beginnt erst die eigentliche Arbeit.

Je größer das Unternehmen ist, desto mehr gilt: Der Vorstand muss wie ein strategischer Investor agieren. Er sollte jeden Geschäftsbereich als Beteiligung begreifen und mit den vorhandenen Ressourcen den Wert der Geschäftsbereiche maximieren. Dies erfordert eine am absoluten Wertpotenzial eines Geschäftsbereichs ausgerichtete Ressourcenallokation und Zielsetzung. Dazu muss er die Erwartungen auf die einzelnen Geschäftsbereiche verteilen und die richtige Strategie auswählen, um diese zu erfüllen.

Schafft er dies nicht, wird die Summe der Einzelteile des Konzerns immer den Gesamtwert des Unternehmens übersteigen und eine Kurskorrektur die Folge sein. Eine ideale Einstiegsituation (bzw. -notwendigkeit) für Finanzinvestoren, um weitere Wertvernichtung zu vermeiden und umgekehrt den Mehrwert der Einzelbereiche zu heben.

Eine solche Situation, wie z.B. aktuell bei TUI oder IWKA zu erleben, lässt sich vermeiden: Nimmt der Vorstand selbst die Perspektive des strategischen Investors ein, kann er den Mehrwert heben. Dazu muss er allerdings die Erkenntnisse aus den Antworten auf drei Fragen umsetzen:

1. Schafft ein Geschäft überhaupt Wert?

Die Frage nach der aktuellen Profitabilität kommt im Vergleich der Höhe der Gesamt-Kapitalkosten (WACC) mit der Ist-Kapitalrendite (ROCE) zum Ausdruck.

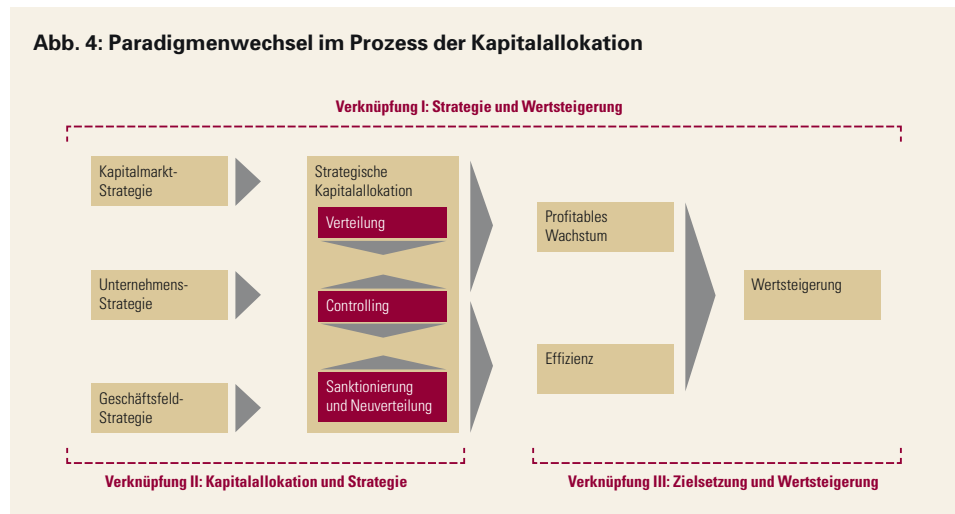
2. Wie groß ist das Verbesserungspotenzial?

Viel wichtiger als die aktuelle Performance ist für die Kapitalvergabe die Frage nach dem Potenzial des Geschäftsfeldes. Neben dem individuellen Marktumfeld, dem allgemeinen Marktwachstum und der Rate der Konsolidierung bedingt vor allem die operative Effizienzlücke zu den Branchenbesten das zukünftige Potenzial.

3. Was schafft mehr Wert: Wachstum oder Effizienz?

Um die knappen Ressourcen auf die werthaltigsten Strategien zu lenken, sollte jeder Vorstand wissen, was mehr Wert schafft: profitables Wachstum oder höhere Effizienz? Je nach Ausgangspunkt und Marktumfeld ergeben sich unterschiedliche Antworten.

Abb. 4: Paradigmenwechsel im Prozess der Kapitalallokation



Wird der Anspruch des Kapitalmarkts in das Unternehmen geholt, kann das Problem zur Lösung werden. Die Erwartungen werden zunächst – je nach Ausgangspunkt und Potenzial – in Effizienz- oder Wachstumsziele übersetzt. Auf Basis der Zielsetzungen wird die Unternehmens- und Geschäftsfeldstrategie auf ihre Werthaltigkeit geprüft und finanziert. Dies erfordert jedoch einen Paradigmenwechsel im Vorstand. Planerische Ambitioniertheit im Elfenbeinturm der Entscheidung trifft nur in Ausnahmefällen die Bedürfnisse des Kapitalmarkts.

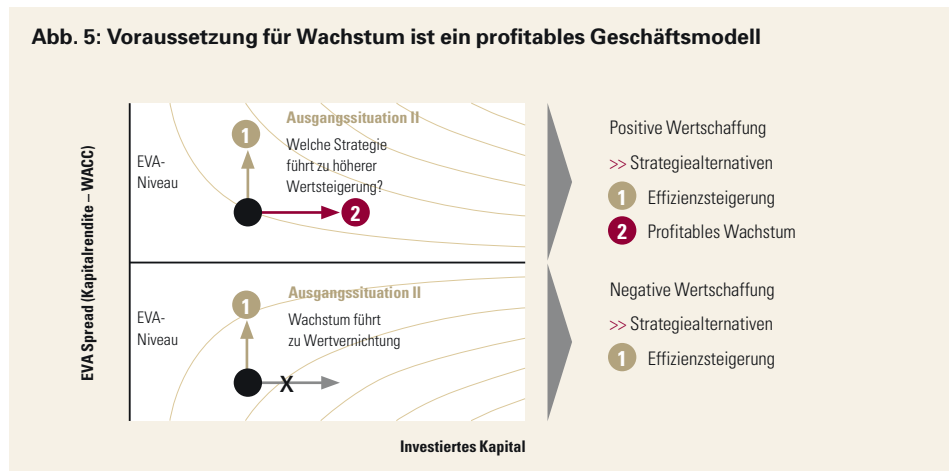
5. Die „richtige“ Strategie leitet sich aus deren Werthaltigkeit ab

Vor dem Hintergrund begrenzter Kapital- und Managementkapazitäten muss es das Ziel sein, für jeden Geschäftsbereich die Strategie mit der größten Hebelwirkung zu definieren, um die Lücke zu schließen. Dabei muss Klarheit darüber herrschen, welche Strategie am werthaltigsten ist – profitables Wachstum oder Effizienzsteigerung – und wie bzw. innerhalb welcher Zeit die gewählte Strategie umgesetzt werden muss.

Die Herausforderung dieses Schrittes wird deutlich, wenn man sich vergegenwärtigt, dass die Strategie der Effizienzsteigerung ihre Grenzen hat, die des Wachstums jedoch grundsätzlich nicht. Allerdings wird zu oft übersehen, dass auf dem Akquisitionsmarkt wiederum Erwartungswerte eingekauft werden und damit das Anspruchsniveau an das eigene Unternehmen nur weiter erhöht wird. Wachstum darf daher nicht um jeden Preis erfolgen, sondern muss **profitabel** gestaltet sein – mit einem klaren Fokus auf organische Aktivitäten.

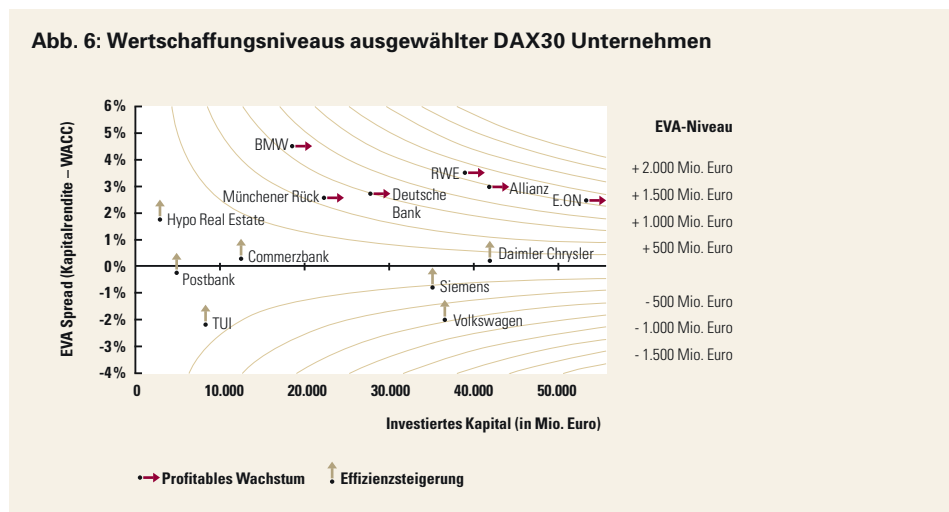
Dabei gilt es für die Unternehmen keine Zeit zu verlieren. Die Erfüllung der Investorenerwartungen macht schon heute teilweise massive Anstrengungen nötig. Um dieses zu verdeutlichen, haben wir die Erwartungen über den Anlagehorizont der Investoren verteilt. Es wird deutlich, dass selbst bei einer Verteilung über 10 Jahre viele Unternehmen kurzfristig deutliche Ergebnisverbesserungen erzielen müssen.

Abb. 5: Voraussetzung für Wachstum ist ein profitables Geschäftsmodell



Am Beispiel ausgewählter DAX30 Unternehmen wird die Konsequenz für die Stoßrichtung des Gesamtunternehmens deutlich.

Abb. 6: Wertschaffungs-niveaus ausgewählter DAX30 Unternehmen



6. Die Ergebnisse DAX/MDAX im Überblick

Ausgehend vom Anteil des Erwartungswerts am Gesamtunternehmenswert (Rubrik I „Unternehmenswert“) wurde untersucht, inwieweit die Strategie in der Lage ist, die Erwartungen zu erfüllen.

Die Zukunftsfähigkeit der Strategie (Rubrik II) leitet sich aus dem Vergleich des Kapitalmarktanspruchs mit dem geplanten Ergebniswachstum ab. Je nachdem, wie sehr und in welche Richtung die Schere zwischen internem und externem Anspruch aufgeht, besteht eine Ergebnis- oder Vertrauenslücke.

Das Kriterium für die Auswahl einer Wachstums- oder Effizienzstrategie (Rubrik III „Empfohlene Finanzstrategie“) ist die absolute Werthaltigkeit für die Aktionäre. Im Rahmen der Studie wurde deshalb für jedes Unternehmen die relative Werthaltigkeit der beiden Strategien untersucht. Zu diesem Zweck hat Stern Stewart & Co. einen Multiplikator entwickelt, der den Wert von Wachstum gegenüber Effizienz ausdrückt. Je höher dieser Wachstumsmultiplikator ist, desto mehr Börsenwert schafft Wachstum gegenüber einer Effizienzstrategie – und vice versa. Konkret wird verglichen wie viel zusätzlichen Wert ein jährliches reales Wachstum von 1% im Vergleich zu einer nachhaltigen Steigerung der Kapitalrendite um 1% schafft.

Den ersten Anhaltspunkt bilden die aktuelle Rentabilität des Geschäftsbereichs und die Performance der relevanten Wettbewerber. Liegt die Kapitalrendite unterhalb der Kapitalkosten wird kein Wert geschaffen. Die Bereitstellung zusätzlicher Ressourcen mit dem Ziel Wachstum, würde die Wertvernichtung lediglich beschleunigen. Ist die Kapitalrendite im Wettbewerbsvergleich sehr hoch ist durch eine weitere Effizienzverbesserung eher schwierig. Insbesondere gegenüber Wachstum auf dem bestehenden Rentabilitätsniveau wird sie weniger Wert schaffen. Besteht hingegen viel Luft nach oben, so liegen genau hier die Wertpotenziale, die vom Unternehmen zu realisieren sind.

Abb. 7: Ergebnisübersicht für Deutschlands größte Aktiengesellschaften (I)

Unternehmen	Erwartungswert ¹		Zukunftsfähigkeit Strategie				Empfohlene Finanzstrategie			Wertsteigerung durch... ⁶	
	Gesamtwert d. Unternehmens in Mio. Euro	Anteil FGV am Unternehmenswert ²	Vergleich EBIT mit Aktionärsersparung		Guidance im Vergleich zu Erwartung ⁴		Operative Effizienz als Ausgangspunkt der Zielsetzung			Effizienz	Wachstum
			Ist-EBIT in Mio. Euro	Erwartung p.a. ³	Vertrauens-lücke	Ergebnis-lücke	Kapital-kosten	Ist-Kapital-rendite	Peer-Benchmark ⁵		
DAX 30											
Deutsche Telekom	104.885	-35%	9.548	-389			7%	9%	20%		+
E.ON	73.655	-1%	5.903	-13			7%	9%	10%		+
RWE	72.392		5.697	+107			6%	10%	10%		+
Siemens	69.979		2.812	+631			9%	8%	17%		++
Allianz	65.853		12.993	+291			11%	14%	15%		+
Deutsche Bank	51.416		6.461	+387			10%	13%	15%		+
SAP	47.859		2.332	+809			10%	52%	52%*		++
DaimlerChrysler	46.956		4.280	+5			7%	8%	16%		+
BASF	44.918	-16%	7.215	-147	n.v.		8%	15%	18%		+
Bayer	43.540		2.840	+333			8%	8%	28%		+
Volkswagen	38.471		3.211	+173			7%	5%	16%		++
Deutsche Post	37.284	-23%	3.983	-102			7%	15%	20%		+
Metro	31.342		1.716	+205			6%	5%	10%		++
BMW	31.231	-1%	3.819	-7			8%	12%	16%		+
Münchener Rück	29.346	-3%	3.006	-13			10%	12%	15%		+
ThyssenKrupp	22.773		2.526	+18			8%	10%	17%		+
Commerzbank	18.766		1.535	+86	n.v.		10%	10%	15%		+
Henkel	18.284		1.255	+104			8%	10%	22%		+
Continental	15.707		1.614	+18	n.v.		8%	19%	19%*		+
Linde	14.977		915	+159	n.v.		9%	8%	17%		++
Deutsche Börse	13.981		699	+157			8%	13%	20%		+
Lufthansa	12.063	-6%	683	-9			7%	10%	12%		+
FMC	11.782		756	+98			8%	9%	18%		+
MAN	10.611		672	+112			9%	11%	17%		+
Postbank	9.826		838	+119			10%	10%	15%		++
TUI	9.799		609	+33			7%	5%	15%		++
Infineon	7.294		-37	+160	n.v.		9%	-5%	20%		++
Adidas	7.248		707	+36			8%	18%	20%		+
Hypo Real Estate	6.747		442	+55			10%	12%	15%		+
Altana	6.246		682	+3			8%	24%	49%		++
MDAX											
HypoVereinsbank	29.396		2.033	+237			10%	10%	15%		+
EADS	16.835	-33%	2.487	-107			8%	12%	17%		+
HeidelbergCement	16.241		912	+158			9%	8%	10%		++
Merck	16.200		885	+94			8%	18%	49%		+
Fresenius	13.021		973	+58			7%	8%	18%		+
Beiersdorf	10.452		539	+124			9%	27%	27%*		++
KarstadtQuelle	9.539		-360	+110	n.v.		6%	-3%	10%		++
Celesio	9.394		624	+35			7%	11%	18%		+
Südzucker	6.421		415	+11	n.v.		8%	8%	15%		+
Salzgitter	6.126	-55%	686	-45			9%	29%	29%*		++

¹ Bei Industrieunternehmen: Börsenwert plus Nettofinanzschulden. Bei Banken, Versicherungen und Finanzdienstleistern: Börsenwert

² FGV (Future Growth Value) ist ein von Stern Stewart & Co. entwickelter Indikator für die Erwartungen an die zukünftige Unternehmensperformance

³ Erwartete EBIT-Verbesserung über 10 Jahre, abgeleitet aus erwarteter EVA-Verbesserung (Annahme: konstante Kapitalkosten, konstanter Steuersatz)

⁴ Vergleich der Earnings Guidance mit der zur Erreichung der Aktionärsersparungen notwendigen EBIT-Steigerung verteilt über 10 Jahre

⁵ Benchmark: die jeweils besten, im Rahmen der Studie analysierten, Konkurrenten. *: „Best in Class“

⁶ Bei + (oder sogar ++!) ist der werthaltigste Pfad Effizienzsteigerung, bei I+ (oder sogar I++) ist der werthaltigste Pfad profitables Wachstum.

Abb. 8: Ergebnisübersicht für Deutschlands größte Aktiengesellschaften (II)

Unternehmen	Erwartungswert ¹ Gesamtwert d. Unternehmens in Mio. Euro	Zukunftsfähigkeit Strategie				Empfohlene Finanzstrategie			Wertsteigerung durch... ⁶	
		Anteil FGV am Unternehmenswert ²	Vergleich EBIT mit Aktionärservartung Ist-EBIT in Mio. Euro Erwartung p.a. ³		Guidance im Vergleich zu Erwartung ⁴ Vertrauens- lücke Ergebnis- lücke	Operative Effizienz als Ausgangspunkt der Zielsetzung Kapital- kosten Ist-Kapital- rendite Peer- Benchmark ⁵			Effizienz	Wachstum
MDAX										
Wacker Chemie	5.978	55%	299	+54		8%	9%	18%	+	
AMB Generali	5.952	46%	706	+102		11%	9%	15%	++	
Fraport	5.298	43%	311	+41		8%	9%	14%	+	
ProSiebenSat.1	5.098	39%	384	+36	n.v.	8%	16%	20%		+
Depfpa Bank	5.031	2%	597	+2		10%	23%	23%*		+
Hannover Rück	4.642	81%	118	+78		10%	3%	15%	++	
Puma	4.479	25%	398	+19		9%	81%	81%*		++
Lanxess	4.153	100%	306	+329		8%	0%	14%	++	
Schwarz Pharma	4.138	100%	-19	+72	n.v.	8%	-12%	49%	++	
Hochtief	3.548	38%	138	+30		9%	14%	15%		+
Heidelberger Druck	3.507	51%	236	+39		9%	8%	17%	++	
IVG Immobilien	3.328	53%	182	+28		7%	12%	13%		+
Praktiker	3.208	30%	92	+10		6%	5%	10%	++	
Stada Arzneimittel	3.128	65%	140	+39		8%	8%	32%	+	
K+S	3.119	28%	198	+15		8%	14%	14%*		+
GEA Group	3.059	55%	174	+38		9%	5%	17%	++	
Rheinmetall	2.705	28%	219	+12		7%	9%	19%		+
Hugo Boss	2.676	51%	164	+24		9%	19%	20%		+
IKB Dt. Industriebank	2.549	33%	233	+18		10%	13%	15%		+
MTU	2.241	67%	132	+36		9%	6%	17%	++	
Rhön Klinikum	2.144	33%	146	+10		7%	11%	18%		+
Wincor Nixdorf	2.141	55%	127	+24		9%	20%	20%*		+
Fielmann	1.996	45%	85	+12	n.v.	7%	10%	10%		+
Pfleiderer	1.867	50%	51	+11		8%	7%	17%	++	
MLP	1.809	75%	69	+40		11%	11%	20%	++	
Aareal Bank	1.740	100%	-48	+34	n.v.	10%	-3%	15%	++	
Douglas	1.642	25%	133	+6		7%	3%	10%	++	
SGL Carbon	1.419	51%	126	+14		8%	7%	14%	++	
Deutz	1.331	73%	55	+20	n.v.	8%	5%	17%	++	
Bilfinger Berger	1.275	41%	93	+10		9%	11%	15%		+
Techem	1.221	48%	88	+13		9%	11%	17%		+
Krones	1.169	38%	114	+9		9%	11%	17%	+	
AWD	1.117	77%	50	+25		11%	25%	25%*		+
Leoni	1.000	5%	102	+1		7%	11%	19%		+
Patrizia Immobilien	983	19%	118	+4	n.v.	7%	23%	23%*	++	
Vossloh	976	26%	93	+5		9%	10%	17%	+	
Premiere	961	34%	30	+6		8%	6%	20%	++	
Deutsche Euroshop	945	4%	58	+1		7%	8%	13%	+	
Nordd. Affinerie	935	-3%	280	-0		9%	12%	17%		+
IWKA	727	100%	-34	+14	n.v.	8%	-5%	17%	++	

¹ Bei Industrieunternehmen: Börsenwert plus Nettofinanzschulden. Bei Banken, Versicherungen und Finanzdienstleistern: Börsenwert

² FGV (Future Growth Value) ist ein von Stern Stewart & Co. entwickelter Indikator für die Erwartungen an die zukünftige Unternehmensperformance

³ Erwartete EBIT-Verbesserung über 10 Jahre, abgeleitet aus erwarteter EVA-Verbesserung (Annahme: konstante Kapitalkosten, konstanter Steuersatz)

⁴ Vergleich der Earnings Guidance mit der zur Erreichung der Aktionärservartungen notwendigen EBIT-Steigerung verteilt über 10 Jahre

⁵ Benchmark: die jeweils besten, im Rahmen der Studie analysierten, Konkurrenten. *: „Best in Class“

⁶ Bei + (oder sogar ++!) ist der werthaltigste Pfad Effizienzsteigerung, bei !+ (oder sogar !++) ist der werthaltigste Pfad profitables Wachstum.

Abb. 9: Ergebnisübersicht für Deutschlands größte Aktiengesellschaften (III)

Unternehmen	Erwartungswert ¹		Zukunftsfähigkeit Strategie				Empfohlene Finanzstrategie			Wertsteigerung durch... ⁶	
	Gesamtwert d. Unternehmens in Mio. Euro	Anteil FGV am Unternehmenswert ²	Vergleich EBIT mit Aktionärservartung		Guidance im Vergleich zu Erwartung ³		Operative Effizienz als Ausgangspunkt der Zielsetzung			Effizienz	Wachstum
			Ist-EBIT in Mio. Euro	Erwartung p.a. ³	Vertrauens-lücke	Ergebnis-lücke	Kapital-kosten	Ist-Kapital-rendite	Peer-Benchmark ⁴		
WEITERE											
EnBW	18.828	43%	1.330	+138	n.v.		6%	7%	10%	+	
Schering	17.672	52%	1.127	+156			8%	21%	49%		+
Porsche	15.208	38%	1.221	+103	n.v.		8%	21%	21%*		+
Bankges. Berlin	5.987	58%	244	+84			10%	13%	15%		+
Axel Springer	3.949	30%	390	+21			8%	19%	20%		+
United Internet	3.146	76%	100	+60			10%	33%	35%		+
MVV Energie	2.752	19%	194	+7			6%	6%	10%	++	
Mainova	2.394	44%	137	+16	n.v.		7%	7%	10%		+
Dyckerhoff	2.285	47%	149	+22			8%	5%	10%	++	
Solarworld	2.282	74%	89	+37			9%	34%	47%		++
Q-Cells	1.972	75%	63	+31			9%	47%	47%*		++
Wüstenrot	1.876	51%	143	+23			11%	4%	15%	++	
Rational	1.761	74%	66	+28			9%	67%	67%*		++
Gelsenwasser	1.641	4%	97	+1			7%	17%	17%*		+
Sixt	1.508	31%	118	+7			7%	9%	15%		+
Fuchs Petrolub	1.346	29%	123	+7			8%	18%	18%*		+
Software	1.257	55%	89	+18			10%	19%	35%		+
Mobilcom	998	-8%	105	-1	n.v.		8%	29%	29%*		++
Deutsche Wohnen	955	78%	17	+8			7%	4%	13%	++	
DIS	953	73%	40	+16			9%	63%	63%*		++

¹ Bei Industrieunternehmen: Börsenwert plus Nettofinanzschulden. Bei Banken, Versicherungen und Finanzdienstleistern: Börsenwert
² FGV (Future Growth Value) ist ein von Stern Stewart & Co. entwickelter Indikator für die Erwartungen an die zukünftige Unternehmensperformance
³ Erwartete EBIT-Verbesserung über 10 Jahre, abgeleitet aus erwarteter EVA-Verbesserung (Annahme: konstante Kapitalkosten, konstanter Steuersatz)
⁴ Vergleich der Earnings Guidance mit der zur Erreichung der Aktionärservartungen notwendigen EBIT-Steigerung verteilt über 10 Jahre
⁵ Benchmark: die jeweils besten, im Rahmen der Studie analysierten, Konkurrenten. *: „Best in Class“
⁶ Bei + (oder sogar ++) ist der werthaltigste Pfad Effizienzsteigerung, bei I+ (oder sogar I++) ist der werthaltigste Pfad profitables Wachstum.

7. Fazit

Diese Zahlen verdeutlichen, dass die aktuellen Ergebnisverbesserungen und Kurssteigerungen nur ein Tropfen auf dem heißen Stein der Aktionärservartungen sind. Denn diese geben sich nicht mit dem Erreichten zufrieden. Im Gegenteil: Sie fordern auf Jahre hinaus weitere deutliche Ergebnis- und Kurssteigerungen. Kann das Management diese nicht liefern, wird das Unternehmen sukzessiv zurückfallen und eine Kurskorrektur die Folge sein.

Zukunftsfähigkeit bedeutet die Perspektive auf weitere Wertsteigerungen. Nur wer diese bieten kann, wird am Kapitalmarkt mittel- und langfristig erfolgreich sein.

Stern Stewart & Co.

Stern Stewart & Co. unterstützt Unternehmen darin, kontinuierlich Wert zu schaffen. Vor rund 25 Jahren in New York gegründet, ist Stern Stewart & Co. heute die führende internationale Unternehmensberatung für Wertmanagement. Unser Ziel ist es, die Unternehmensführung bei der Umsetzung ihrer Wertsteigerungsagenda in drei Schlüsselbereichen zu unterstützen: Unternehmenssteuerung, Kundenwertmanagement sowie Organisationsentwicklung.

Wir messen unseren Beratungserfolg in einer Verbesserung des fundamentalen Unternehmenswertes. Dieser wird in der von uns entwickelten Wertkennzahl EVA® ausgedrückt, die sich zum internationalen Standard entwickelt hat. Unser integrierter Beratungsansatz sorgt dafür, dass alle Maßnahmen zur Wertsteigerung aufeinander abgestimmt werden und konsistent ineinander greifen. Weitere Informationen finden Sie unter www.sternstewart.de.

Über die Autoren

Gerhard Nenning ist Partner, Nils Kuiper Consultant bei Stern Stewart & Co. in München.



Gerhard Nenning, Partner
gnenning@sternstewart.de



Nils Kuiper, Consultant
nkuiper@sternstewart.de

Stern Stewart & Co makes every effort to ensure, but does not guarantee that the information provided in this study is accurate and up to date. This study should not be regarded as a recommendation for investment decisions.

EVA® is a registered trademark of Stern Stewart & Co., N.Y

Stern Stewart & Co.

Salvatorplatz 4

D-80333 München

T +49.89.242071.0

F +49.89.242071.11

E info@sternstewart.de

I www.sternstewart.de

Schottenring 16

A-1010 Wien

T +43.1.53712.4111

F +43.1.53712.4000

E info@sternstewart.at

I www.sternstewart.at

Seefeldstrasse 69

CH-8008 Zürich

T +41.43.488.36.39

F +41.43.488.35.00

E info@sternstewart.ch

I www.sternstewart.ch



Stern Stewart & Co.

Bangkok // Beijing // Johannesburg // London // Melbourne // Milano // München // Mumbai // New York // Sao Paolo // Shanghai // Singapore // Tokyo // Wien // Zürich