

Handbuch Unternehmensanalyse

Mathias Ferstl

23. Mai 2020

Inhaltsverzeichnis

| | | |
|----------|--|----------|
| 1 | Unternehmensbilanzen lesen | 3 |
| 1.1 | Balance Sheet | 3 |
| 1.1.1 | Asset Accounts | 3 |
| 1.1.2 | Liabilitiy Accounts | 4 |
| 1.1.3 | Stockholder's equity | 5 |
| 1.2 | Income Statement | 5 |
| 1.3 | Statement of Cash Flows | 6 |
| 1.3.1 | Cash Flow from operating activities | 7 |
| 1.3.2 | Cash Flow from investing activities | 7 |
| 1.3.3 | Cash Flow from financing activities | 7 |
| 2 | Unternehmensanalyse in 5 Schritten | 8 |
| 2.1 | Wachstum | 8 |
| 2.2 | Profitabilität | 9 |
| 2.2.1 | RoA – <i>Return on Assets</i> | 9 |
| 2.2.2 | RoE – <i>Return on Equity</i> | 9 |
| 2.2.3 | RoIC – <i>Return on invested Capital</i> | 10 |
| 2.3 | Finanzielle Gesundheit | 10 |
| 2.3.1 | Financial leverage | 10 |
| 2.3.2 | Times interest earned | 11 |
| 2.3.3 | Current ratio | 11 |
| 2.4 | Risiken | 11 |
| 2.5 | Management | 11 |
| 2.5.1 | Vergütung (Compensation) | 12 |
| 2.5.2 | Charakter (Character) | 12 |
| 2.5.3 | Operations | 13 |

1 Unternehmensbilanzen lesen

Die börsennotierten Unternehmen berichten ihre Ergebnisse üblicherweise jedes Quartal (*10-Q*) und legen am Ende eines Geschäftsjahres auch eine Jahresbilanz (*10-K*) vor. Die wichtigsten Informationen finden sich dabei in drei verschiedenen Blättern, die nachfolgend näher betrachtet werden.

1.1 Balance Sheet

Das *Balance Sheet* gibt einen Überblick über das Vermögen und die Schulden eines Unternehmens und beschreibt somit den aktuellen finanziellen Zustand der Firma. Wie der Name andeutet, befinden sich die Zahlen in diesem Blatt im Gleichgewicht (*balance*), da folgendes Gleichgewicht gilt:

$$\text{Assets} - \text{Liabilities} = \text{Equity}$$

1.1.1 Asset Accounts

Current Assets sind die Vermögenswerte, die innerhalb eines Finanzzykluses (normalerweise 1 Jahr) zu Geld gemacht werden. Diese umfassen *cash and equivalents*, *short-term investments*, *accounts receivable* und *inventories*.

Cash and Equivalents and short-term-Investments beschreibt, was das Unternehmen kurzfristig an Geld verfügbar hat.

Accounts Receivable umfasst das Geld, das das Unternehmen noch nicht erhalten hat, aber erwartet demnächst zu erhalten. Wenn ein Produkt bereits an den Kunden ausgeliefert wurde, dessen Zahlung aber noch nicht eingegangen ist, dann wird der in der Kasse noch fehlende Betrag hier addiert. Wenn dieser Posten deutlich schneller wächst als der Umsatz, dann verbucht das Unternehmen viele Einnahmen, obwohl es dafür noch kein Geld erhalten hat. Dies kann zu Problemen führen, wenn das Unternehmen einen Teil der erwarteten Einnahmen gar nicht erhält. Manchmal findet sich im *Balance Sheet* auch ein Posten mit der Bezeichnung *allowance for doubtful accounts*, der den Betrag beschreibt, der dem Unternehmen zwar geschuldet wird, den das Unternehmen aber nicht mehr erwartet vom Kunden tatsächlich zu erhalten.

Inventories umfasst Kapital, das in Form von Materialien, teilweise fertigen Produkten, hergestellten aber noch nicht verkauften Produkten etc. vorhanden ist. Der angegebene Betrag muss immer mit Vorsicht betrachtet werden, da die hierzu gezählten Produkte und Materialien zwar den angegebenen Preis haben können, es aber nicht sicher ist, dass bei einem plötzlichen Verkauf dieser Produkte und

Materialien auch dieser Preis erzielt werden kann. Wenn ein Unternehmen weniger Material und fertige Produkte „herumliegen“ hat, dann könnte es profitabler sein, da es weniger Kapital in diesen Vermögenswerten gebunden hat. Eine Aussage hierzu liefert der Kennwert **inventory turnover**, der angibt, wie oft das gesamte Inventar während eines Finanzzykluses umgeschlagen wurde.

$$\text{inventory turnover} = \frac{\text{cost of goods sold}}{\text{inventories}} \quad (1.1)$$

Asset Accounts sind langfristige Vermögenswerte, die nicht innerhalb eines Finanzzykluses zu Geld gemacht werden. Hierzu zählt Folgendes:

PP&E Property, Plant and Equipment umfasst das Kapital, das in Fabriken, Gebäuden, Grundstücken, Maschinen etc. gebunden ist. Wenn man diese Zahl mit dem Wert der gesamten Vermögenswerte (*Total Assets*) vergleicht, dann kann man ein Gefühl bekommen, wie kapitalintensiv das Unternehmen ist.

Investments ist das Kapital, das in langfristigen Anleihen und Aktien anderer Unternehmen steckt. Wenn dies einen signifikanten Anteil des Gesamtvermögens eines Unternehmens ausmacht, dann sollte man herausfinden, wo dieses Geld steckt, wie sicher es ist und wie lange es gebunden ist.

Intangible Assets beschreibt alle immateriellen Güter. Hierzu zählt z.B. auch der sog. *Goodwill*. Dieser beschreibt das Geld, das bei einer Übernahme des Unternehmens notwendig ist und den Sachwert der Firma übersteigt, da z.B. auch der Ruf und die Marke „gekauft“ werden. Generell sollte dieser Wert mit Skepsis betrachtet werden, da Firmen den Wert generell sehr hoch ansetzen und es nicht sicher ist, dass dieser Betrag auch gerechtfertigt ist.

1.1.2 Liability Accounts

Dieser Anteil umfasst alle Verpflichtungen (Schulden) des Unternehmens. Diese werden in zwei Rubriken unterteilt.

Current Liabilities Geld, das das Unternehmen innerhalb eines Finanzzykluses ausgeben wird. Dies umfasst folgende Posten.

Accounts Payable Geld, das das Unternehmen Anderen schuldet, z.B. in Form offener Rechnungen. Wenn das Unternehmen viele Rechnungen erst später bezahlt und das Geld deshalb noch in der Firma bleibt, dann hat dies positive Auswirkungen auf den *cash flow*.

Short-Term-Borrowings kurzfristig geliehenes Geld, das innerhalb eines Jahres zurückgezahlt werden muss. Wenn das Unternehmen viel Geld kurzfristig geliehen hat, aber nicht so viel Geld kurzfristig verfügbar hat, dann kann das Unternehmen kurzfristige Geldprobleme haben. siehe auch *current ratio* in Kapitel 2.3.3.

Noncurrent Liabilities Geld, das das Unternehmen nicht innerhalb eines Finanzzykluses ausgibt und deshalb langfristige Verbindlichkeiten beschreiben.

Long-Term-Debt Geld, das das Unternehmen z.B. der Bank schuldet, aber nicht in nächster Zeit zurückzahlen muss.

1.1.3 Stockholder's equity

Dieser Posten umfasst das Eigenkapital des Unternehmens, das in Form von Aktien im Umlauf ist. Die meisten der aufgeführten Unterpunkte haben eine geringe Relevanz. Der einzige Eintrag, der hier einen Blick wert ist, ist unter dem Namen *Retained Earnings* aufgeführt.

Retained Earnings Kapital, das das Unternehmen über seine gesamte Lebensdauer generiert hat, abzüglich Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufen, da dieses Geld zurück an die Aktionäre gewandert ist. Jedes Jahr, in dem das Unternehmen Gewinn macht und diesen nicht vollständig an die Aktionäre ausschüttet, steigt dieser Betrag. Wenn das Unternehmen bisher kein Geld behalten sondern sogar verloren bzw. mehr ausgegeben hat, dann hat dieser Eintrag einen negativen Wert. Generell kann hier geprüft werden, wie das Unternehmen Geld über die Jahre einnimmt.

1.2 Income Statement

Dieses Blatt beinhaltet die Einnahmen und Ausgaben innerhalb eines Finanzzykluses und beschreibt somit die aktuelle Entwicklung des Unternehmens.

Revenue/Sales Umsatz der Firma innerhalb eines Finanzzykluses. Große Unternehmen brechen den Umsatz auch oft auf einzelne Produkte, Geschäftsbereiche oder Regionen auf der Erde herunter. Firmen können ihren Umsatz aber zu verschiedenen Zeitpunkten verbuchen, da z.B. ein Softwarehersteller hier einen großen Geldbetrag vermerken kann, wenn ein Produkt an den Kunden ausgeliefert wird, wohingegen eine Service-Firma den Umsatz über die gesamte Vertragslaufzeit gleichmäßig verteilt.

Cost of Sales Geld, das aufgewendet werden musste um den aufgeführten Umsatz zu generieren. Manchmal auch unter dem Namen *Cost of goods sold* aufgeführt.

Gross Profit entspricht der Differenz aus Umsatz und den Aufwendungen für den Umsatz und beschreibt das Geld aus dem gesamten Umsatz, das nicht für die Bereit- und Herstellung der Produkte erforderlich ist.

$$\text{Gross Profit} = \text{Revenue} - \text{Cost of Sales} \quad (1.2)$$

Der prozentuale Anteil wird auch als *Gross margin* bezeichnet.

$$\text{Gross margin} = \frac{\text{Gross Profit}}{\text{Revenue}}$$

Selling, General and Administrative Expenses (SG&A) Ausgaben für Marketing, Verwaltung etc. Bei einer Firma mit großen Vertriebsnetzwerk, das viele Beschäftigte im Vertrieb hat ist dieser Posten oftmals groß, wobei diese Unternehmen meist aufgrund der höheren erzielten Produktpreise auch eine hohe *gross margin* haben.

Depreciation and Amortization Abschreibungen von Gebäuden etc.

Nonrecurring Charges/Gains Einmalzahlungen und -ausgaben. Dieser Posten sollte in der Regel einen geringen Anteil im Vergleich zum Umsatz darstellen. Falls ein Unternehmen im *Income Statement* immer wieder nicht-unwesentliche Beträge als Einmalzahlungen aufführt, dann sollte man hellhörig werden! Es könnte sein, dass die Firma dubiose Ausgaben vermehrt als Einmalzahlungen deklariert.

Operating Income Unternehmensergebnis. Dieser Wert wird auch genutzt, um die *operation margin* zu ermitteln, die eine Grundlage für den Vergleich verschiedener Firmen und Industrien bildet.

$$\text{Operating Income} = \text{Revenues} - (\text{Cost of Sales} + \text{Cost of Sales}) \quad (1.3)$$

Interest Income/Expense Ausgaben für bzw. Einnahmen aus Anleihen. Manchmal werden die Einnahmen und Ausgaben auch unter dem Punkt *net interest income* verrechnet.

Taxes Steuern. Wenn dieser Wert über die Jahre stark schwankt, dann versucht das Unternehmen möglicherweise mit Steuertricks Geld zu sparen. Es ist deshalb möglich, dass die Firma das „gesparte“ Geld irgendwann noch nachzahlen muss.

Net Income Gewinn nach Abzug aller Ausgaben. Dieser Wert wird meistens von den Unternehmen hervorgehoben, jedoch sollte man ihn mit Vorsicht genießen, da er durch Einmahlzahlungen und Kapitalerträge verzerrt werden kann.

Number of Shares Anzahl der im Umlauf befindlichen Aktien, die zur Berechnung des Gewinns pro Aktie genutzt werden. Hier gibt es verschiedene Arten

basic beschreibt die Anzahl der tatsächlich im Umlauf befindlichen Aktien. Dieser Wert kann aber ignoriert werden und stattdessen der nachfolgende betrachtet werden.

diluted verwässerte Anzahl an Aktien, die auch Optionen, die in Aktien umgewandelt werden können, wandelbare Anleihen (*convertible bonds*) und Ähnliches berücksichtigt. Dieser Wert gibt an, auf welchen Anteil am gesamten Unternehmen der eigene Anteil in Form erworbener Aktien sinken kann.

Earnings per Share (EPS) Gewinn pro Ake. Diese Kennzahl wird auch oft für den Entwicklung über die letzten Jahre genutzt. Analysten schätzen meist auch das EPS der nächsten Quartale und des kommenden Jahres.

$$\text{EPS} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Number of Shares}}$$

1.3 Statement of Cash Flows

Dieses Blatt zeigt auf, wie viel Geld tatsächlich in und aus dem Unternehmen geflossen ist. Hier taucht nur Geld auf, das innerhalb der Finanzperiode tatsächlich in das oder aus dem Unternehmen ging. So kann z.B. Geld, das ein Kunde erst in der Zukunft bezahlen wird, im Income Statement bereits enthalten sein, im Statement of Cash Flows ist es jedoch nicht eingerechnet, da es das Unternehmen noch nicht erhalten hat.

Einer der wichtigsten Kennwerte, der freie Cashflow (*free cash flow*) lässt sich aus den hier aufgeführten Zahlen ermitteln.

$$\text{Free cash flow} = \text{operating cash flow} - \text{Capital Expenditures}$$

1.3.1 Cash Flow from operating activities

Dieser Anteil beschreibt das Geld, das das Unternehmen aus seinem Kerngeschäft, z.B. Verkauf von Produkten, tatsächlich eingenommen hat. Die üblichen Einträge in dieser Auflistung sind nachfolgend beschrieben.

Net Income Nettogewinn. Diese Zahl ist aus dem *Income Statement* übernommen.

Depreciation and Amortization Abschreibungen. Ist ebenfalls aus dem *Income Statement* übernommen.

Tax Benefits from Employee Stock Plans Aktienoptionen für Angestellte des Unternehmens

Changes in working capital Veränderung in *Accounts Receivable*, *Accounts Payable* und *Inventories*

One-Time charges Ebenfalls aus dem *Income Statement* übernommen (unter *Nonrecurring Charges*)

Es können auch noch mehr oder feiner untergliederte Einträge vorhanden sein. Die Summe aller aufgelisteten Beträge beschreibt das ***Net cash provided by operating activities*** und wird oft auch als *operating cash flow* bezeichnet.

1.3.2 Cash Flow from investing activities

Dieser Anteil beschreibt die Aufwendungen des Unternehmens für Investitionen und Ähnliches.

Capital Expenditures Alle notwendigen Ausgaben um das Geschäft am Laufen zu halten. Hierzu zählen z.B. die Ausgaben für *PP&E*.

Investment Proceeds Anlagen des Unternehmens

1.3.3 Cash Flow from financing activities

Dieser Abschnitt beinhaltet alle Transaktionen mit den Unternehmenseigner und Kreditgebern.

Dividends Paid Dividendenzahlungen an die Aktionäre

Issuance/Purchase of Common Stock Eingenommenes Geld aus der Ausgabe neuer Aktien oder aufgewendetes Geld für Aktienrückkäufe.

Issuance/Repayments of Debt Aufnahme von Krediten und Rückzahlungen

2 Unternehmensanalyse in 5 Schritten

- Wachstum
- Profitabilität
- Finanzielle Gesundheit
- Risiken
- Management

2.1 Wachstum

Ein Unternehmen hat grundsätzlich mehrere Möglichkeiten für zukünftiges Wachstum

- mehr Produkte verkaufen
- höhere Preise für die Produkte festlegen
- neue Produkte und Dienstleistungen anbieten
- andere Unternehmen übernehmen (kein nachhaltiges Wachstum!)

Für das zukünftige Wachstum sollte man sich klar machen, welche dieser Möglichkeiten das Unternehmen für sein zukünftiges Wachstum nutzen kann.

In den Kennzahlen des Unternehmens sind die Einnahmen (*earnings*) hierfür nicht immer aussagekräftig. Stattdessen sollten die Umsätze (*sales*) analysiert werden, um einen Eindruck vom bisherigen Wachstum zu erhalten.

Bisheriges Wachstum gibt keine Aussage über zukünftiges Wachstum

Wenn das Unternehmen bisher sehr stark gewachsen ist, dann wird sich dieses Wachstum üblicherweise nicht in den nächsten Jahren so rasant fortsetzen.

Wenn sich in den Unternehmenszahlen zeigt, dass das Wachstum der Einnahmen (*earnings*) über einen längeren Zeitraum das Wachstum der Umsätze (*sales*) übersteigt, dann könnte in den Unternehmenszahlen etwas faul sein! Als Grundlage für die Analyse können das Verhältnis von Umsatz zu Einnahmen

$$\frac{\text{sales}}{\text{revenues}} \quad (2.1)$$

sowie die Entwicklung des *cashflow from operations* herangezogen werden.

2.2 Profitabilität

Die Profitabilität eines Unternehmens gibt Aufschluss darüber, wie viel Geld eine Firma mit dem investierten Kapital umsetzt. Hierfür kann wieder das Wachstum des *cashflow from operations* betrachtet werden.

Darüber hinaus geben die Kennwerte zum *return on capital* Aufschluss

2.2.1 RoA – Return on Assets

Diese Kennzahl gibt an, wie hoch die erzielten Gewinne das Unternehmen pro Dollar ihres Vermögens umsetzen kann.

$$\text{RoA} = \underbrace{\frac{\text{net income}}{\text{sales}}}_{\text{net margin}} \cdot \underbrace{\frac{\text{sales}}{\text{assets}}}_{\text{asset turnover}} = \frac{\text{net income}}{\text{assets}} \quad (2.2)$$

Je höher dieser Kennwert ist, desto besser ist das Unternehmen. Der Nettogewinn (*net margin*) gibt an, wie viel das Unternehmen nach Abzug aller Kosten für ihr Geschäft behält. Die zweite Komponente Vermögensumsatz (*asset turnover*) gibt Auskunft, wie effizient eine Firma bei der erwirtschaftung des Umsatzes pro Dollar des Vermögens ist.

2.2.2 RoE – Return on Equity

$$\text{RoE} = \text{RoA} \cdot \underbrace{\frac{\text{assets}}{\text{shareholder's equity}}}_{\text{financial leverage}} = \frac{\text{net income}}{\text{shareholder's equity}} \quad (2.3)$$

Der Wert für den finanzielle Hebelwirkung (*financial leverage*) kann nicht pauschal beurteilt werden, da übliche Werte von Branche zu Branche unterschiedlich sind. Um den Wert beurteilen zu können, sollte er daher immer im Vergleich zu den Werten von anderen Unternehmen aus der gleichen Branche betrachtet werden. Generell ist ein niedriger Wert besser, da das Unternehmen dann mehr Eigenkapital (*shareholder's equity*) relativ zum Vermögen (*assets*) besitzt. Folgende Anhaltswerte können genutzt werden

Nicht-Finanzbranche Wenn die Eigenkapitalrendite (*return on equity*) in den letzten Jahren konstant über 10 % ist und das Unternehmen gleichzeitig keinen extremen finanziellen Hebelwirkung (*financial leverage*) ausweist, dann ist das ein **gutes Zeichen**

Finanzbranche Hier ist der finanzielle Hebelwirkung (*financial leverage*) immer sehr groß, weshalb auf eine Eigenkapitalrendite (*return on equity*) der letzten Jahre von mindestens 12 % als Ziel angesetzt werden sollte.

Eigenkapitalrendite (*return on equity*) über 40 % ? → zu schön um wahr zu sein

Unternehmen mit einer extrem hohen Eigenkapitalrendite (*return on equity*) wurden oftmals vor kurzer Zeit von anderen Unternehmen abgespalten oder haben sehr viele Aktien zurückgekauft. Es ist auch möglich, dass die Finanzstruktur des Unternehmens diesen Wert verzerrt. Deshalb bedeutet ein extrem hoher Wert nicht automatisch, dass das Unternehmen deutlich besser als die ganze Branche wirtschaftet.

2.2.3 RoIC – Return on invested Capital

Diese Kennzahl ist schwer zu berechnen, weshalb hier auf eine Beschreibung verzichtet wird.

$$\text{RoIC} = \frac{\text{net operating profit after taxes (NOPAT)}}{\text{invested capital}} \quad (2.4)$$

mit

$$\begin{aligned} \text{invested capital} = & \text{total assets} \\ & - \text{accounts payable \& other current assets} \\ & - \text{excess cash (cash needed for day-to-day business)} \\ & - \text{Goodwill} \end{aligned} \quad (2.5)$$

Eine hohe Aussagekraft darüber, wie das Unternehmen wirtschaftet, gibt der **freie Cashflow** (*free cash flow*). Er gibt an, wie viel Geld das Unternehmen nach Abzug aller Ausgaben am Ende noch übrig hat und gibt somit an, wie viel Geld dem Unternehmen entnommen werden könnte, ohne das Geschäft zu beeinträchtigen. Der Wert berechnet sich nach

$$\text{free cash flow} = \text{cash flow from operations} - \text{capital spending} \quad (2.6)$$

Um das Unternehmen zu beurteilen, kann das Verhältnis des Werts zum Umsatz betrachtet werden.

$$\frac{\text{free cash flow}}{\text{sales}} > 5\% \rightarrow \text{solides Unternehmen}$$

2.3 Finanzielle Gesundheit

Bei der Beurteilung der finanziellen Gesundheit eines Unternehmens werden die gesamten Vermögenswerte betrachtet, die im Balance Sheet aufgeführt sind. Das Verhältnis von Schulden oder Vermögenswerten zum Eigenkapital gibt Auskunft, wie fest das Unternehmen im Sattel sitzt und eine ggf. kommende Krise meistern kann.

2.3.1 Financial leverage

Die Kennzahl beschreibt das Verhältnis der Vermögenswerte zum Eigenkapital. Für die meisten Branchen sollte dieses Verhältnis nicht über 4 liegen, da das Unternehmen im Falle einer Krise wahrscheinlich seine Schulden nicht weiter tilgen kann und zusätzliche Kredite aufnehmen muss oder in die Insolvenz abrutschen kann.

$$\frac{\text{assets}}{\text{equity}} > 4 \rightarrow \text{hohes Risiko}$$

2.3.2 Times interest earned

Diese Kennzahl beschreibt, wie oft das Unternehmen mit seinen Gewinnen die Schulden hätte zurückzahlen können. Ein hoher Wert deutet dabei auf ein geringes Risiko hin. Der Wert muss aber immer Branchenabhängig betrachtet werden.

$$\text{Times interest earned} = \frac{\text{EBIT}}{\text{interest expense}} \quad (2.7)$$

Wenn dieses Verhältnis im Verlauf über die letzten Jahre betrachtet wird, dann zeigt sich auch, ob das Unternehmen beispielsweise risikoreicher wird, wenn der Wert kleiner wird.

2.3.3 Current ratio

Dieses Verhältnis beschreibt, wie viel kurzfristiges Geld das Unternehmen nutzen kann, um alle kurzfristigen Schulden zu begleichen. Die Werte hierzu finden sich im Balance Sheet.

$$\text{current ratio} = \frac{\text{current assets}}{\text{current liabilities}} \quad (2.8)$$

Gernerell ist davon auszugehen, dass sich bei einem Wert über 1.5 keine kurzfristigen finanziellen Probleme beim Unternehmen abzeichnen, sollte plötzlich das kurzfristig geliehene Geld zurückgezahlt werden müssen.

Das Inventar (*inventories*) wird auch zu den current assets gerechnet, kann jedoch ggf. nicht zu diesem Preis kurzfristig verkauft werden. Bei Unternehmen aus dem produzierenden Gewerbe, die einen signifikanten Anteil an Vermögenswerten als Inventar (*inventories*) halten, sollte dies berücksichtigt werden und deshalb das sog. **Quick ratio** herangezogen werden.

$$\text{quick ratio} = \frac{\text{current assets} - \text{inventories}}{\text{current liabilities}} \quad (2.9)$$

Hier deutet ein Wert um 1.0 an, dass es keine kurzfristigen Probleme geben sollte, jedoch ist ein Vergleich mit den Konkurrenten aus der Branche hilfreicher als dieser Grenzwert.

2.4 Risiken

Neben den genannten Kennzahlen sollten auch die Risiken des Unternehmens abgeschätzt werden. Hierfür ist es hilfreich, aktiv nach Gründen zu suchen, die für einen Verkauf der Anteile am Unternehmen sprechen. Dies können beispielsweise negative Analystenmeinungen und Prognosen sein oder auch Signale, die vielleicht in einigen Monaten für einen Verkauf sprechen würden, wie z.B. ein aktuell stattfindender Boom in der Branche, der aber nach einiger Zeit wieder nachlassen wird.

2.5 Management

Das Management eines Unternehmens anhand von eindeutigen Kennzahlen zu beurteilen ist schwierig, da hier vielmehr die einzelnen Personen, wie z.B. der CEO, beurteilt werden sollten. Auch ohne diese Personen persönlich kennenzulernen gibt es einige Anhaltspunkte, die einen Überblick über die Personen, die das Unternehmen führen, zu erlangen.

2.5.1 Vergütung (Compensation)

Da Unternehmen diese Zahlen berichten müssen, lässt sich hierzu recht einfach ein Überblick erlangen. Im sog. „proxy statement“ ist unter Anderem aufgeführt, wie hoch die Vergütung der Vorstände ist. Die „summary compensation table“ listet auf, wie viel sich das Management für eine Periode auszahlen lässt. Auch hier ist ein Vergleich zu anderen ähnlich großen Unternehmen aus der Branche hilfreich.

Die Vergütung des Managements setzt sich in der Regel aus einem fixen Anteil und einem performance-abhängigem Anteil, der von der Erreichung von Unternehmenszielen abhängig ist, zusammen. Folgende Grundsätze sollten geprüft werden

- Boni für eine Vergrößerung des Unternehmens, was durch den Kauf von anderen Unternehmen zustanden gekommen ist, sind als nicht gut zu bewerten. Diese stellen meist keine besondere Leistung des Managements dar.
- In guten Zeiten sollte den Managern mehr bezahlt werden, jedoch analog dazu in schlechten Zeiten auch weniger. Es sollte überprüft werden, ob dies der Fall ist.
- Halten die Vorstände Anteile am Unternehmen in Form von Aktien (und nicht nur Optionen)? Falls diese kaum oder keine Aktien halten, dann sollte sich die Frage gestellt werden, ob diese Personen an einer positiven Entwicklung des Unternehmens interessiert sind.

2.5.2 Charakter (Character)

Die Beurteilung des Charakters von Vorständen und CEO ist ohne persönliche Kenntnis schwierig. Aber auch hier gibt es ein paar Möglichkeiten, sich einen Eindruck zu verschaffen.

- Bereichern sich Angehörige der Personen im Management an dem Unternehmen, z.B. in Form von großen Aufträgen. Im sog. „10-K-filling“ ist unter dem Punkt „related-party transactions“ eine Übersicht, über diese Verbindungen.
- Die Biografie und die Historie der Personen im Aufsichtsrat liefert Auskunft, ob hier erfahrene Manager das Unternehmen leiten oder Neulinge mit wenig Erfahrung.
- Aus den Veröffentlichungen des Unternehmens und der Medien zeigt sich, ob sich das Management auch Fehler eingesteht und diese auch an die Aktionäre kommuniziert. Im „letter to shareholders“ lässt sich davon ein Eindruck gewinnen.
- Es kann eingeschätzt werden, ob sich der CEO um das Unternehmen oder den Aktienkurs kümmert. Wenn auch Entscheidungen getroffen werden, die sich zwar schlecht auf den Aktienkurs auswirken, aber das langfristige Überleben und den Erfolg des Unternehmens sichern, dann kümmert sich der CEO eher um das Unternehmen, was langfristig auch gut für die Aktionäre ist.
- Da die Personen in den Vorständen und im Aufsichtsrat über der Zeit üblicherweise wechseln werden, kann hier Aufschluss über die allgemeine Stimmung im Management erhalten werden. Wenn die Personen oft wechseln, dann ist dies ein schlechtes Anzeichen, da es auch negative Auswirkungen auf die Stabilität eines Unternehmens haben kann.

2.5.3 Operations

- Beurteilung der Performance des Unternehmens während der Amtszeit des Managements. Dabei kann die Entwicklung der Kennzahlen Kapitalrendite (*return on assets*) und Eigenkapitalrendite (*return on equity*) hilfreich sein, wobei hier auch immer gleichzeitig die finanzielle Hebelwirkung (*financial leverage*) berücksichtigt werden muss.
- Sind im Verlauf des Umsatzes der vergangenen Jahre große Sprünge enthalten? Diese können auf einen Zukauf oder der Übernahme einer anderen Firma zurückzuführen sein.
- Die Anzahl der im Umlauf befindlichen Aktien sollte betrachtet werden. Ist die Zahl relativ konstant, dann ist dies ein gutes Zeichen. Wenn die Anzahl über die Jahre sogar abnimmt, dann erwirtschaftet die Firma genügend Geld, um einen Teil davon für Aktienrückkäufe zu nutzen und dadurch den Wert der verbleibenden Aktien zu steigern. Das hier investierte Geld kann jedoch nicht für den Ausbau des Geschäfts genutzt werden. Wenn die Anzahl der Aktien über der Zeit deutlich zunimmt, dann gibt das Unternehmen entweder neue Aktien aus um weiteres Geld zu beschaffen oder es werden viele Optionen ausgegeben, z.B. an Vorstände als Teil der Vergütung. Dies ist bei einem signifikanten Anteil kritisch zu beurteilen und die Investitionsentscheidung ist kritisch zu hinterfragen.
- Manchmal ist es hilfreich die vor 3-7 Jahren bekanntgegebenen Pläne des Unternehmens – und vielleicht des gleichen Managements – herauszusuchen, um zu überprüfen, ob diese Pläne umgesetzt wurden. Wenn das Management jedes Jahr neue Pläne bekannt gibt aber nichts davon umsetzt, dann deutet dies auf ein Management hin, in das man besser nicht investieren sollte.
- Der Zugang zu allen Daten, um das Unternehmen zu analysieren, lässt sich bei der Unternehmensanalyse leicht beurteilen. Ein gutes Unternehmen sollte alle Daten für die Investoren einfach zugänglich gemacht haben und keine wichtigen Daten nicht-öffentlich halten.
- Wenn das Unternehmen auch in schlechten Zeiten in seine Forschung und Entwicklung investiert und hier keine drastischen Budget-Kürzungen durchführt, dann deutet dies darauf hin, dass das Unternehmen bzw. das Management sehr von sich und den Produkten und Dienstleistungen überzeugt ist. Dies ist ebenfalls ein gutes Zeichen.