

Handbuch Unternehmensanalyse

Mathias Ferstl

22. Mai 2020

Inhaltsverzeichnis

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

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

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

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

1.1.1 Asset Accounts

Current Assets sind die Vermögenswerte, die innerhalb eines Finanzzykluses zu Geld gemacht werden. Diese umfassen Folgendes

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

Accounts Receivable umfasst alle Einnahmen, die dem Unternehmen noch geschuldet werden, da beispielsweise die Ware schon an den Kunden geliefert wurde, dessen Zahlung aber noch nicht eingegangen ist.

Inventories umfasst Kapital, das in Form von Material etc. vorhanden ist und zur Herstellung der Produkte genutzt wird.

Asset Accounts sind Vermögenswerte, die nicht innerhalb eines Finanzzykluses zu Geld gemacht werden. Hierzu zählen folgende Posten

PP&E Property, Plant and Equipment umfasst das Kapital, das in Fabriken, Gebäuden etc. steckt.

Investments ist das Kapital, das in Anlagen und Aktien anderer Unternehmen steckt.

Intangible Assets beschreibt alle immateriellen Güter. Hierzu zählt z.B. auch der sog. *Goodwill*. Dies 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.

1.1.2 Liability Accounts

1.2 Income Statement

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

Revenue/Sales

Cost of Sales

Gross Profit

Selling, General and Administrative Expenses (SG&A)

Depreciation and Amortization

Nonrecurring Charges/Gains

Operating Income

Interest Income/Expense

Taxes

Net Income

Number of Shares

Earnings per Share

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.

1.3.1 Cash Flow from operating activities

1.3.2 Cash Flow from investing activities

1.3.3 Cash Flow from financing activities

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.