

1. Grundlagen der Jahresabschlussanalyse

1.1. Einführung

Unter Jahresabschlussanalyse („Financial Statement Analysis“) versteht man „*Verfahren der Informationsgewinnung und -auswertung [...], mit deren Hilfe aus den Angaben des Jahresabschlusses [...] und des Lageberichtes Erkenntnisse über die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Unternehmung gewonnen werden*“ (Coenenberg/Haller/Schultze, 2018, 1039). Ziel der Jahresabschlussanalyse ist es dementsprechend, die vergangene, gegenwärtige und – soweit dies möglich ist – die zukünftige **wirtschaftliche Situation** eines Unternehmens zu beurteilen. Der Ausgangspunkt bzw die wesentliche, aber nicht einzige Informationsgrundlage für die Jahresabschlussanalyse stellt dabei der Jahresabschluss des Unternehmens dar.

Definition

Die zu Beginn vorgenommene Definition erinnert stark an die grundlegende Zielsetzung des Jahresabschlusses nach dem Unternehmensgesetzbuch (UGB). § 222 Abs 2 UGB regelt in diesem Zusammenhang, dass der Jahresabschluss „ein möglichst getreues Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens zu vermitteln“ hat. Es stellt sich dementsprechend die Frage, welchen **Mehrwert** die Jahresabschlussanalyse gegenüber dem Jahresabschluss selbst aufweist. Die Jahresabschlussanalyse soll angesichts der Vielzahl an Informationen bzw Daten, mit denen ein Bilanzleser bei Durchsicht des Jahresabschlusses (bzw anderer Informationsgrundlagen) konfrontiert wird, die wesentlichen, dh entscheidungsrelevanten, Informationen herausfiltern und diese auch entsprechend interpretieren. Häufig sind diese zentralen Informationen bzw Entscheidungsgrundlagen nicht oder nur schwer direkt dem Jahresabschluss zu entnehmen. Ziel dabei ist es, die Informationen adressatengerecht, dh entsprechend den Bedürfnissen der jeweiligen Bilanzleser, aufzubereiten. Die Jahresabschlussanalyse kann daher auch kurz und prägnant als eine Art „**verdichtete Informationsvermittlung**“ (Küting/Weber, 2015, 1) verstanden werden.

Dabei soll der Grundsatz der **Wesentlichkeit** beachtet werden, dh es sollen nur die für die jeweilige Analyse (unbedingt) notwendigen Informationen bereitgestellt werden. Die Jahresabschlussanalyse darf daher zu keinen „(Kenn-)Zahlenfriedhöfen“ (vgl Auer, 2018b, 17) mit einer Vielzahl von Kennzahlen bzw Informationen, die vielleicht sogar noch redundant sind bzw. sich überschneiden, führen, da sonst dem Bilanzleser erst recht wieder die Analyse erschwert werden würde.

Im Rahmen der Jahresabschlussanalyse werden primär Informationen aus der **Pflichtpublizität**, dh den gesetzlich vorgeschriebenen Veröffentlichungen, herangezogen. Ein **Jahresabschluss** nach dem (österreichischen) **UGB** ist grundsätzlich von Kapitalgesellschaften, bestimmten eingetragenen Personengesellschaften (z B GmbH & Co KG) sowie allen anderen Unternehmen mit mehr als 700.000 EUR Jahresumsatz (ausgenommen freie Berufe, Land- und Forstwirte

Informationsgrundlagen

2. Rating

2.1. Einführung

In der Bankpraxis ist die Jahresabschlussanalyse von großer Bedeutung für die Erstellung des Ratings. Unter einem **Rating** (engl „to rate“ – einschätzen, bewerten) versteht man die „*Meinung [...] bezüglich der **Fähigkeit** und rechtlichen Verpflichtung eines Schuldners, seinen **Zins- und Tilgungsverpflichtungen termingerecht und vollständig nachzukommen.***“ (Fischer/Holzkämpfer, 2004, 919). Ein Rating stellt dementsprechend ein **Bonitätsurteil** („Benotung“) dar, das üblicherweise von einer kreditgebenden Bank (bankinternes Rating) oder von eigenen Unternehmen, den Ratingagenturen, (externes Rating) abgegeben wird. Rating bezeichnet dabei sowohl den Prozess der Bonitätsbeurteilung als auch dessen Ergebnis.

Die beurteilten Schuldner werden nach ihrer Bonität in einzelne **Ratingklassen** eingeteilt, die mit spezifischen **Ratingsymbolen** (Buchstaben- und/oder Ziffernkombinationen) gekennzeichnet sind. Jede Ratingklasse deckt dabei eine bestimmte Bandbreite von **Ausfallwahrscheinlichkeiten** ab. Unter Ausfallwahrscheinlichkeit („Probability of Default“) versteht man die Gefahr, dass innerhalb eines bestimmten Zeitraums (beispielsweise innerhalb eines Jahres) ein Ausfall („Default“) des Schuldners (beispielsweise aufgrund eines Insolvenz- oder Sanierungsverfahrens oder eines Zahlungsverzugs) eintritt, der zu einem Verlust beim Gläubiger führt (Wagner, 2008, 8). Die einzelnen Ratingklassen bilden zusammen die **Ratingskala**, die die Ratingklassen von höchster Bonität bis hin zu zahlungsunfähigen bzw bereits ausgefallenen Unternehmen ordnet. Wenngleich externe Ratingagenturen häufig standardisierte und somit miteinander vergleichbare Ratingskalen verwenden (vgl Abbildung 4), sind gerade bei bankinternen Ratings häufig sehr unterschiedliche und teils nur schwer miteinander vergleichbare Skalen im Einsatz. Abbildung 3 stellt beispielweise die von der Raiffeisenlandesbank Oberösterreich verwendete Ratingskala dar.

2.2. Internes Rating

Bankinterne Ratings werden von Banken zur Einschätzung der **Kreditwürdigkeit** ihrer kreditsuchenden Kunden (Staaten, andere Finanzinstitute, Unternehmen, Privatpersonen etc) verwendet. Sie helfen der kreditgebenden Bank nicht nur bei der Entscheidung, ob ein Kredit vergeben werden soll, sondern spielen auch eine wichtige Rolle bei der Festsetzung der **Kreditkonditionen**, da mit steigendem Ausfallrisiko höhere Kreditzinsen bezahlt werden müssen. Darüber hinaus spielen sie eine wichtige Rolle im Rahmen der laufenden **Kreditüberwachung** bzw der regulatorischen **Eigenkapitalunterlegung**. Kreditgebende Banken müssen in der Europäischen Union, aber auch in sehr vielen anderen Ländern, nach dem international akkordierten Regelwerk des Basler Ausschusses für Banken-

Einführung

Globale Bedeutung weisen unter den Ratingagenturen vor allem drei große Marktteilnehmer auf, **Standard & Poor's**, **Moody's** und **Fitch**, die alle drei in den USA ihren Sitz haben. Diese drei Agenturen verwenden einander ähnliche **Ratingskalen**, die in Abbildung 4 dargestellt sind.

	S & P	Moody's	Fitch	Klassenbeschreibung
Investment Grade	AAA	Aaa	AAA	höchste Bonität, nahezu kein Ausfallrisiko
	AA+	Aa1	AA+	hohe Zahlungswahrscheinlichkeit, geringes Ausfallrisiko
	AA	Aa2	AA	
	AA-	Aa3	AA-	
	A+	A1	A+	angemessene Deckung von Zins und Tilgung; Risikoelemente vorhanden, die sich bei Veränderung des wirtschaftlichen Umfelds negativ auswirken
	A	A2	A	
	A-	A3	A-	
	BBB+	Baa1	BBB+	angemessene Deckung von Zins und Tilgung; spekulative Elemente oder mangelnder Schutz gegen Veränderungen des wirtschaftlichen Umfelds vorhanden
	BBB	Baa2	BBB	
BBB-	Baa3	BBB-		
Speculative Grade	BB+	Ba1	BB+	mäßige Deckung von Zins und Tilgung (auch in einem guten wirtschaftlichen Umfeld)
	BB	Ba2	BB	
	BB-	Ba3	BB-	
	B+	B1	B+	geringe Deckung von Zins und Tilgung
	B	B2	B	
	B-	B3	B-	
	CCC+	Caa1	CCC+	niedrigste Qualität lebender Engagements, geringster Anlegerschutz, akute Gefahr des Zahlungsverzugs
	CCC	Caa2	CCC	
	CCC-	Caa3	CCC-	

Abbildung 4: Ratingskalen [Quelle: *Pernsteiner/Andeßner*, 2014, 59]

In der Praxis weist dabei vor allem die Trennung zwischen risikoärmeren Titeln (**Investment Grade**) und risikoreicheren bzw. spekulativen Papieren (**Speculative Grade**, Non Investment Grade bzw. „Junk Bonds“) eine entsprechende Bedeutung auf, da insbesondere in den USA institutionelle Anleger (wie Pensionsfonds oder Versicherungen) häufig Anlagerestriktionen in Kapitalanlagen aus dem „Speculative Grade“-Segment unterliegen. Folglich ist die Nachfrage nach diesen risikoreichen Papieren geringer bzw. sind höhere Zinsen zu bezahlen als für Anleihen im „Investment Grade“-Bereich. Das höhere Risiko von Anleihen im „Speculative Grade“-Bereich zeigt sich auch in Tabelle 1, die die durchschnittlichen (kumulativen) jährlichen Ausfallwahrscheinlichkeiten, abhängig vom jeweiligen Rating, darstellt. Während beispielsweise Anleger mit einem Investment in ein Investment-Grade-Papier nach 10 Jahren nur mit einem Ausfall-

3. Fallbeispiel Lenzing AG

Bei der Lenzing AG handelt es sich um ein international tätiges Unternehmen mit Sitz in Lenzing (Oberösterreich). Das Unternehmen notiert im Leitindex ATX der Wiener Börse. Die Lenzing AG ist ein Faserhersteller, wobei sich das Unternehmen auf **holzbasierte Cellulosefasern** (Viscose, Modal, Lyocell etc) spezialisiert hat und in dieser Branche mit 17 % Marktanteil die **Weltmarktführerschaft** innehat. Allerdings handelt es sich bei Cellulosefasern aus Holz um einen Nischenmarkt, da sie nur etwa 6 % des weltweiten Faserverbrauchs ausmachen. Für Analysezwecke (beispielsweise Branchenvergleichskennzahlen) kann das Unternehmen daher auch der (breiteren) Chemiebranche zugerechnet werden, wenngleich diese Branche als relativ heterogen einzuschätzen ist.

Die Lenzing AG weist ein hohes Ausmaß an Fertigungstiefe bzw Rückwärtsintegration auf, da der für die Faserproduktion benötigte Zellstoff zum Großteil in eigenen Zellstoffwerken produziert wird. Das Unternehmen beschäftigt im Konzern über 6.800 Mitarbeiter (vgl Tabelle 3). Die wesentlichen Produktionsstandorte des Unternehmens liegen neben Österreich unter anderem in Indonesien, China, Tschechien, Großbritannien und den USA.

Entsprechend der Position als Weltmarktführer ist die Lenzing AG global tätig. 38 % des Konzernumsatzes entfielen 2018 auf Nordasien, 36 % auf (das restliche) Asien, den Nahen Osten und Afrika (AMEA) sowie 26 % auf Europa, Nord- und Südamerika (vgl Abbildung 6). Der Konzernumsatz stammt zu 40 % aus Standardfasern (wie Viscose), 46 % entfallen auf hochpreisigere und weniger volatile Spezialfasern (wie Modal und Lyocell), während aus sonstigen Geschäftsfeldern 15 % des Umsatzes erzielt werden (vgl Abbildung 7). Beim reinen Faserumsatz dominieren zu rund 71 % Fasern für Textilien, während Fasern für Vliesstoffe mit 29 % eine vergleichsweise geringe Bedeutung aufweisen.

**Unternehmens-
charakteristika**

**Märkte und Produkte des
Lenzing Konzerns**

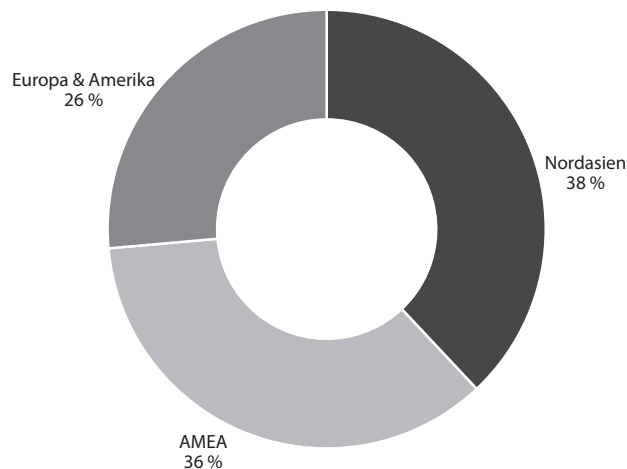


Abbildung 6: Märkte der Lenzing AG [Quelle: Lenzing AG, 2019a, 10]

Mit der Darstellung des Cashflows aus Finanzierungstätigkeit liefert das Unternehmen Informationen über die Außenfinanzierungsaktivitäten, differenziert nach Eigen- und Fremdkapital. Es wird sichtbar gemacht, in welchem Ausmaß zusätzliche Finanzmittel (netto) aufgenommen bzw zurückgezahlt wurden. Die separate Darstellung des Cashflows aus Finanzierungstätigkeit ermöglicht es dem Analysten somit, sich ein Bild über die Finanzierungssituation des Unternehmens zu machen. Es kann dadurch beispielsweise abgeschätzt werden, wie sich die künftigen Liquiditätsabflüsse an Kreditgeber oder die Dividendenzahlungen gestalten werden. Die gesonderte Darstellung des Cashflows aus Finanzierungstätigkeit stellt einen Vorteil gegenüber der klassischen Beurteilung der Bilanzpositionen bei der Analyse der finanziellen Situation eines Unternehmens dar. Durch die Verwendung zahlungsstromorientierter Werte werden Liquiditätsüberschüsse/-defizite aus der Finanzierungsstruktur aufgezeigt.

Untenstehend ist die direkte Darstellungsform der Ursachenrechnung nach IAS 7 abgebildet:

laufende Geschäftstätigkeit (operating activities)	operative Einzahlungen <i>(cash receipts/inflows from operating activities)</i> – operative Auszahlungen <i>(cash payments/outflows from operating activities)</i> = Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit (1) <i>(net cash from/provided by or used in operating activities)</i>
Investitionstätigkeit (investing activities)	(Des-)Investitionseinzahlungen <i>(cash receipts/inflows from investing activities)</i> – Investitionsauszahlungen <i>(cash payments/outflows from investing activities)</i> = Cashflow aus der Investitionstätigkeit (2) <i>(net cash from/provided by or used in investing activities)</i>
Finanzierungstätigkeit (financing activities)	Finanzierungseinzahlungen <i>(cash receipts/inflows from financing activities)</i> – Finanzierungsauszahlungen <i>(cash payments/outflows from financing activities)</i> = Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit (3) <i>(net cash from/provided by or used in financing activities)</i>
Liquiditätssaldo	= Zahlungswirksame Veränderung des Finanzmittelbestandes <i>(Summe aus 1, 2 und 3)</i> <i>(net in-/decrease in cash and cash equivalents)</i>

Abbildung 24: Direkte Darstellungsform der Ursachenrechnung nach IAS 7
 [Quelle: Coenenberg/Haller/Schultze, 2018, 843]

218.270	Cashflow aus dem Ergebnis		2018	2017	Diff
-14.766	Erhöhung (Senkung) von Vorräten inkl geleisteter Anzahlungen, ARA	Vorräte	98.748	84.484	14.264
		ARA	4.078	3.576	502
		Summe	102.826	88.060	14.766
-685	Erhöhung (Senkung) von erhaltenen Anzahlungen, PRA	erh Anzahlungen	834	1.478	-644
		PRA	218	259	-41
		Summe	1.052	1.737	-685
-8.778	Erhöhung (Senkung) von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, Konzernforderungen und sonst Forderungen	Forderungen L&L	85.684	83.445	2.239
		Ford gg verb Unt	90.702	74.032	16.670
		Ford gg Unt mit Bet	4.995	4.586	409
		sonst Forderungen	45.501	56.041	-10.540
		Wertpapiere des UV	-	-	-
		Summe	226.882	218.104	8.778
4.166	Erhöhung (Senkung) von Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, Schuldwechsel, Konzernverbindlichkeiten und sonst Verbindlichkeiten	Verbindlichkeiten L&L	49.088	43.123	5.965
		Schuldwechsel	-	-	-
		Verb gg verb Unt	14.925	16.263	-1.338
		Verb gg Unt mit Bet	-	-	-
		sonst Verb	16.399	16.860	-461
		Summe	80.412	76.246	4.166
2.511	Erhöhung (Senkung) kurzfristiger Rückstellungen	Steuerrückstell	2.016	2.019	-3
		sonst Rückstell	87.623	85.109	2.514
		Summe	89.639	87.128	2.511
200.718	ÖVFA-Cashflow (Cashflow aus dem operativen Bereich)				

Abbildung 27: ÖVFA-Cashflow – Cashflow aus dem operativen Bereich der Lenzing AG

Dadurch sind tiefere Einblicke in die Ertragssituation eines Unternehmens möglich. Dabei soll analysiert werden, wie der Jahreserfolg zustande gekommen ist und welche Komponenten welchen Beitrag für die Erzielung leisten. Insbesondere sollen – soweit möglich – **nachhaltige** und **unregelmäßig** anfallende Erfolgskomponenten sowie **betriebliche** und **finanzielle** Erfolgsbestandteile aufgespalten werden. Neben dem wichtigen Ziel der Ermittlung von **nachhaltigen** (ordentlichen, regelmäßigen) Erfolgsgrößen ist auch von Interesse, wie der ausgewiesene Jahresüberschuss (bzw -fehlbetrag) zustande gekommen ist, daher erfolgt eine weitere Aufgliederung. Hierbei sind verschiedene Ordnungskriterien möglich (vgl dazu *Küting/Weber*, 2015, 244 ff). Den Ausgangspunkt dafür bildet die GuV, welche nach § 231 UGB gegliedert sein muss. Dieses Gliederungsschema ist zwar nur für Kapitalgesellschaften vorgeschrieben, wird in der Regel aber auch von Einzelunternehmen und Personengesellschaften eingehalten (vgl *Egger/Samer/Bertl*, 2018, 456).

GESAMTKOSTENVERFAHREN	UMSATZKOSTENVERFAHREN
Umsatzerlöse	Umsatzerlöse
+/- Bestandsveränderungen	- Herstellungskosten
+ aktivierte Eigenleistungen	= Bruttoergebnis vom Umsatz
= Gesamtleistung	- Vertriebskosten
+ Sonstige betriebliche Erträge	- Verwaltungskosten
- Materialaufwand	+ Sonstige betriebliche Erträge
- Personalaufwand	- Sonstige betriebliche Aufw
- Abschreibungen	
- Sonstige betriebliche Aufw	
= Betriebsergebnis	= Betriebsergebnis
Betriebsergebnis	
+/- Finanzergebnis	
= Ergebnis vor Steuern	
- Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	
= Jahresüberschuss/-fehlbetrag (Ergebnis nach Steuern)	

Abbildung 31: Gliederungsschema der Gewinn- und Verlustrechnung

Wie obige Abbildung 31 veranschaulicht, stehen den Unternehmen zwei verschiedene Varianten zur Aufstellung der GuV zur Verfügung, die sich zwar in der Darstellungsform des betrieblichen Bereichs, dh bei der Ermittlung des Betriebsergebnisses, unterscheiden, jedoch beide zum gleichen Endergebnis führen (hier: Jahresüberschuss/-fehlbetrag bzw Ergebnis nach Steuern). Aus analytischer Perspektive sowie aus Shareholder-Perspektive interessiert grundsätzlich besonders die sogenannte „Bottom Line“, also das Ergebnis (nach Steuern), jener Be-

Beispiel Lenzing AG

Als Ergebnisgröße wird der Gewinn nach Zinsen, konkret der Jahresüberschuss, verwendet, zu welchem der Zinsaufwand (Position „Zinsen und ähnliche Aufwendungen“ in der GuV) hinzugezählt wird. Diese „Gewinngröße“ im Zähler wird dann mit dem durchschnittlichen Gesamtkapital in Relation gesetzt (siehe dazu die bereinigte Bilanz).

$$GKR = \frac{\text{Jahresüberschuss} + \text{Zinsaufwand}}{\text{Ø Gesamtkapital}} = \frac{150.190 + 5.849}{(1.478.809 + 1.323.600) / 2} = 11,14 \%$$

Die Gesamtkapitalrentabilität beläuft sich nach dieser Berechnungsmethode auf 11,14 % und ist ähnlich hoch wie im Vorjahr (11,62 %); Im Jahr 2016 betrug sie 12,11 % und 2015 6,01 %. Die Werte für die letzten drei Jahre können als gute Kapitalrenditen eingestuft werden. Mit jedem Euro an investierten Gesamtkapital konnte die Lenzing AG zuletzt rund 11 Cent Rendite für die (Gesamtkapital-)Investoren erwirtschaften. Die Kennzahl eignet sich gut für ein Benchmarking, da die Performance unabhängig von der Kapitalstruktur bzw. Verschuldung der Unternehmen ist. Eine weitere Variante der Berechnung ist jene, bei der im Zähler das Betriebsergebnis (EBIT) als Erfolgsgröße vor Zinsen verwendet wird. Hier ergibt sich die GKR (alternativ) wie folgt:

$$GKR \text{ (alternativ)} = \frac{\text{Betriebsergebnis}}{\text{Ø Gesamtkapital}} = \frac{104.123}{(1.478.809 + 1.323.600) / 2} = 7,43 \%$$

Die Lenzing AG veröffentlicht die Berechnung der Gesamtkapitalrentabilität nach der alternativen Berechnungsmethode (siehe S 18 Einzelabschluss 2018) und weist darauf hin, dass diese Kennzahl im Jahresvergleich von 10,7 % auf 7,4 % zurückgegangen ist, und zwar aufgrund des gesunkenen Betriebsergebnisses.

Nachfolgend sind die Gesamtkapitalrenditen für Unternehmen in Österreich und Deutschland angeführt, wobei die Berechnung hierbei mit dem Betriebsergebnis bzw. EBIT im Zähler erfolgte. Es zeigt sich – analog zur Eigenkapitalrendite –, dass kleinere Unternehmen rentabler sind als große Unternehmen und beispielsweise der Einzelhandel wiederum einen sehr guten ROI aufweist. Die Lenzing AG erwirtschaftete aktuell eine höhere Gesamtperformance als die österreichische Chemiebranche und liegt knapp unter den Vergleichswerten für deutsche Unternehmen.

Branche	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Gesamt	6,00 %	5,88 %	5,56 %	5,32 %	5,41 %	5,64 %	6,26 %
Gesamt (KMU)	6,03 %	5,91 %	5,61 %	5,37 %	5,45 %	5,68 %	6,30 %
Gesamt (kleine Unternehmen)	6,20 %	6,04 %	5,78 %	5,50 %	5,55 %	5,79 %	6,38 %
Gesamt (mittlere Unternehmen)	4,75 %	4,67 %	4,28 %	4,37 %	4,59 %	4,78 %	5,81 %
Gesamt (große Unternehmen)	4,88 %	4,77 %	4,02 %	4,09 %	4,33 %	4,59 %	5,30 %
Nahrungsmittel	6,20 %	4,98 %	4,33 %	4,78 %	5,30 %	5,82 %	6,71 %
Chemie	7,93 %	6,95 %	5,87 %	6,35 %	6,35 %	6,17 %	6,95 %
Metallerzeugnisse	6,01 %	6,96 %	6,85 %	5,98 %	6,15 %	6,02 %	6,95 %
Maschinenbau	5,78 %	6,97 %	6,86 %	6,96 %	6,58 %	6,22 %	7,13 %
Produktionsunternehmen	6,16 %	6,29 %	5,84 %	5,50 %	5,58 %	5,95 %	6,77 %
Bau	6,12 %	6,23 %	5,92 %	5,43 %	5,43 %	5,57 %	6,16 %
Großhandel	7,25 %	7,41 %	6,98 %	6,70 %	6,71 %	6,60 %	7,48 %
Einzelhandel	8,41 %	7,86 %	7,44 %	7,23 %	6,79 %	7,56 %	8,35 %
Landtransport	3,68 %	3,26 %	3,59 %	4,60 %	5,31 %	6,21 %	7,31 %

Tabelle 25: Medianwerte für die Gesamtkapitalrentabilität österreichischer Unternehmen [Quelle: BACH, 2019]

(GKR < FKZ), so führt eine zusätzliche Verschuldung zu einer Reduktion der Rendite für die Eigentümer (sogenannter negativer Leverage-Effekt). Der Zusammenhang wird nachfolgend anhand eines Beispiels erläutert.

Beispiel Leverage-Effekt

		Szenario A	Szenario B
Eigenkapital	3.000.000	2.500.000	1.500.000
Fremdkapital	0	500.000	1.500.000
Gesamtkapital	3.000.000	3.000.000	3.000.000
FK-Zinssatz	–	4,00 %	8,00 %
Gewinn vor Zinsen	210.000	210.000	210.000
Zinsaufwand	0	–20.000	–120.000
Gewinn nach Zinsen	210.000	190.000	90.000
GKR	7,00 %	7,00 %	7,00 %
EKR	7,00 %	7,60 %	6,00 %

Tabelle 27: Beispiel Leverage-Effekt

In der Ausgangssituation ist das Unternehmen zur Gänze eigenfinanziert (EK 3.000.000). Es erwirtschaftet im Beispiel konstant einen Gewinn vor Zinsen von 210.000. Dieser Gewinn vor Zinsen ist unabhängig von der Kapitalstruktur und spiegelt die Investitionsrendite bzw die operative Performance wider. Es ergibt sich ein Gewinn nach Zinsen von ebenfalls 210.000, da keine Fremdkapitalzinsen zu bezahlen sind. Sowohl die Gesamtkapitalrentabilität als auch die Eigenkapitalrentabilität beläuft sich im Beispiel somit auf 7 %.

Szenario A

Das Unternehmen beschließt, das Eigenkapital teilweise durch Fremdkapital zu substituieren: Die neue Kapitalstruktur umfasst 2.500.000 Eigenkapital und 500.000 Fremdkapital. Der Zinssatz für Fremdkapital beträgt im **Szenario A** 4 % und liegt damit unter der gesamten erwirtschafteten Rendite von 7 %. Damit sind die Voraussetzungen für den positiven Leverage-Effekt gegeben: Allein durch die Veränderung der Kapitalstruktur wird die Eigenkapitalrentabilität auf nunmehr 7,60 % gehoben ($EKR = 190.000/2.500.000 = 7,60 \%$). Die Differenz zwischen GKR und Zinssatz ($7 \% - 4 \% = 3 \%$) multipliziert mit der Verschuldung von 0,2 ($FK/EK=500.000/2.500.000$) ergibt eine zusätzliche Eigenkapitalrendite von 0,60 % ($3 \% \times 0,2$), die den Eigentümern zufällt. Davon werden die Shareholder aber nur dann tatsächlich profitieren, wenn sie das aus dem Unternehmen entnommene Eigenkapital von 500.000 in eine ausreichend rentable Alternativanlage investieren können.

Szenario B

Das Unternehmen entscheidet sich für eine neue Kapitalstruktur von je 1.500.000 Eigen- bzw. Fremdkapital. Der Fremdkapitalzins liegt nun aber bei 8 % und somit über der Gesamtrendite von 7 %. Damit kommt es zu einem negativen Leverage-Effekt: Die neue Eigenkapitalrendite beträgt 6 % ($EKR = 90.000/1.500.000 = 6 \%$). Die negative Differenz ($7 \% - 8 \% = -1 \%$) multipliziert mit dem Verschuldungsgrad von 1 ($FK/EK=1.500.000/1.500.000$) ergibt eine Wertvernichtung für die Shareholder um einen Prozentpunkt ($-1 \% \times 1$).

Beispiel Lenzing AG

Zur Berechnung wird das Betriebsergebnis (Position 9 der GuV) mit den Umsatzerlösen in Relation gesetzt.

$$\text{Umsatzrentabilität} = \frac{\text{Betriebsergebnis}}{\text{Umsatz}} = \frac{104.123}{980.146} = 10,62 \%$$

Dadurch erhält man eine Umsatzrentabilität in Höhe von 10,62 %. Der Vorjahreswert für diese Kennzahl betrug 14,72 % (2016: 11,93 %; 2015: 6,10 %). Aktuell verbleiben damit von jedem Euro Umsatzerlös rund 11 Cent als Gewinnmarge. Es zeigt sich eine Verschlechterung im Vergleich zum Vorjahr, da das Betriebsergebnis einen vergleichsweise starken Rückgang zu verzeichnen hatte. Nichtsdestotrotz ist der Wert im 4-Jahres-Vergleich angestiegen und die Lenzing AG erwirtschaftet im Vergleich zur Peer Group in Österreich und auch in Deutschland eine deutlich überdurchschnittliche Umsatzrendite. Dies ist als sehr positiver Faktor bei der Analyse zu werten.

ROI-Schema

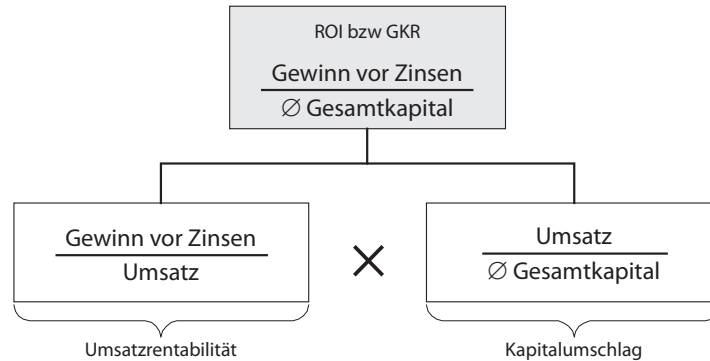


Abbildung 36: Aufspaltung des ROI bzw. der GKR [Quelle: in Anlehnung an Coenenberg/Haller/Schultze, 2018, 1194]

Das ROI-Schema (Return-on-Investment-Schema) erlaubt einen detaillierteren Einblick in die Ergebnissituation eines Unternehmens, als dies mit der Analyse einzelner Kennzahlen möglich wäre. Es zeigt, welche Einflussfaktoren auf die Gesamtkapitalrentabilität wirken; beim ROI-Schema handelt es sich daher um ein Kennzahlensystem.¹⁰ In diesem Buch werden die Begriffe ROI und Gesamtkapitalrentabilität weitgehend synonym verwendet (siehe dazu weiter oben in diesem Kapitel die Ausführungen zur GKR), es wird allerdings darauf hingewiesen, dass diese Kennzahlen in der Literatur durchaus uneinheitlich verstanden werden. Mit dem Begriff ROI wird herausgearbeitet, dass die **Investitionsrendite** gemeint ist und nicht eine Rendite für die Kapitalgeber (wie bei der Gesamtkapitalrendite). Entsprechend ist hier primär der Er-

¹⁰ Der ROI ist die Spitzenkennzahl im sogenannten Du-Pont-System, welches auf das US-amerikanische Chemieunternehmen Du Pont de Nemours zurückgeht. Siehe dazu beispielsweise Perridon/Steiner/Rathgeber, 2017, 680 f.