

Leere Kassen

Wegen der Corona-Krise brechen die Einnahmen vieler Unternehmen weg. Der exklusive €uro-Bilanzcheck zeigt, wie groß die **Risiken bei den DAX-Konzernen** sind VON S. GUSBETH

Fast auf der gesamten Welt findet kein normales Geschäft mehr statt. Die Läden sind zu“, so dramatisch schildert Sportartikelhersteller Adidas die aktuelle Lage. Das halte selbst „ein gesundes Unternehmen wie Adidas nicht lange aus“, schreibt der DAX-Konzern, der Mitte April einen Milliardenkredit der staatlichen Förderbank KfW in Anspruch nehmen musste. „Eine so ernste Situation kann selbst große Unternehmen in existenzielle Gefahr bringen“, warnte auch BMW-Chef Oliver Zipse in einem hausinternen Interview. Denn Firmen, die deutlich weniger Waren verkaufen als geplant, fehlt das Geld, um laufende Kosten wie Gehälter und Miete zu begleichen. Es droht die Zahlungsunfähigkeit. Zipse betont deshalb: „Die Sicherstellung von Liquidität hat absolute Priorität.“ Anders gesagt: Cash is King.

Zwar sind die Folgen des Nachfrageeinbruchs aufgrund der Corona-Krise in den Jahresabschlüssen 2019 der 30 DAX-Konzerne noch nicht sichtbar. Dennoch offenbart ein Blick in die jüngst veröffentlichten Geschäftsberichte, welche Unternehmen gut gerüstet in die Krise gegangen sind und welche kaum Sicherheitspuffer haben. €uro hat exklusiv die größten Risiken in den Bilanzen der DAX-Konzerne analysiert (siehe Tabelle). Im diesjährigen DAX-Bilanzcheck steht dabei die Liquiditätssituation der Unternehmen im Fokus.

Schon im vergangenen Jahr warnte €uro davor, dass bei einem Wirtschaftsabschwung das Insolvenzrisiko durch Überschuldung und Zahlungsunfähigkeit steigt (vgl. €uro 6/2019). Dennoch haben 24 DAX-Konzerne 2019 ihre Schulden teils deutlich erhöht, und das, obwohl sich das Wirtschaftswachstum schon vor Ausbruch der Corona-Pandemie spürbar verlangsamt hat. Das zeigen auch die Gewinn- und Verlustrechnungen: In 20 der 30 Unternehmen sank die Profitabilität teils dramatisch. Autozulieferer Continental und die Deutsche Bank rutschten tief in die Verlustzone. Doch auch die Gewinneinbrüche beim Kunststoffspezialisten Covestro (minus 70 Prozent), Autohersteller Daimler (minus

67 Prozent), Pharmakonzern Merck (minus 60 Prozent) und bei der Lufthansa (minus 43 Prozent) fielen heftig aus.

Krisenbeschleuniger. Die Corona-Pandemie verschärft nun die Situation. Besonders betroffen sind die Luftfahrt- und Tourismusbranche, aber auch in der Autoindustrie brechen die Absätze ein. Zudem wächst die Sorge, dass die Krise aus der Realwirtschaft auf die Finanzindustrie übergreift (siehe Kästen).

Einige DAX-Konzerne haben ihre Gewinnprognose für 2020 bereits zurückgezogen. Doch das ist erst der Anfang. Jörg Krämer, Chefvolkswirt der Commerzbank, erwartet ein „Trommelfeuer schlechter Gewinnmeldungen“. In den kommenden Wochen werden die Geschäftszahlen für die ersten drei Monate des Jahres veröffentlicht. Sie geben einen ersten Eindruck, wie stark die Unternehmen unter der Corona-Krise leiden.

„Das Gefährliche an der aktuellen Krise ist ein plötzlicher Liquiditätseingpass“, sagt Thorsten Sellhorn, Professor am Institut für Rechnungswesen und Wirtschaftsprüfung der Universität München, gegenüber €uro. Dieser entsteht, weil Einnahmen aus dem Verkauf von Waren und Dienstleistungen wegbrechen, viele Kosten aber weiter bezahlt werden müssen. „Die Zahl der Unternehmen, die dadurch zahlungsunfähig werden, droht stark zu steigen“, fürchtet er.

Besonders gefährdet seien Firmen mit geringen Liquiditätspolstern, aber hohen Fixkosten. Eine weitere Gefahr besteht darin, dass die Bonität von Unternehmen im Zuge der Corona-Krise herabgestuft wird. Dadurch steigen die Kreditkosten.

Bilanzexperte Sellhorn rät Investoren, in der aktuellen Situation neben der Verschuldung der Unternehmen „vor allem auf Liquiditätskennzahlen zu achten“. Diese beschreiben, welcher Anteil der Schulden durch die verfügbaren Barmittel beziehungsweise aus den laufenden Einnahmen gedeckt werden kann.

Dünne Polster. Doch viele Konzerne, die besonders stark unter der aktuellen Krise leiden, haben wenig Rücklagen,

um ihren Verbindlichkeiten nachzukommen. Das ist insofern problematisch, weil bei den Unternehmen deutlich weniger frisches Geld in die Kassen kommt, um die offenen Rechnungen zu bezahlen. Laut Geschäftsbericht reichte das Geld in der Kasse der Lufthansa Ende 2019 gerade einmal, um neun Prozent ihrer kurzfristigen Schulden zu begleichen. Beim Flugzeugmotorenbauer MTU Aero Engines waren es sogar nur 4,3 Prozent. Die Autokonzerne schneiden ebenfalls schlecht ab: Volkswagen kommt auf 14,5 Prozent, BMW auf 14,6 und Daimler auf 17,9 Prozent.

Steigende Schulden. Das Problem spitzt sich weiter zu. Eine aktuelle Studie der Universität IE in Madrid analysiert, wie sich ein Umsatzeinbruch infolge der Corona-Pandemie auf die Liquidität auswirkt. Ihr Ergebnis auf Basis von mehr als 14000 börsennotierten Unternehmen in 26 Ländern: Verlieren Firmen ein Viertel ihres Umsatzes, erhöhen sich die kurzfristigen Verbindlichkeiten im Schnitt um 60 Prozent. Bei einem Minus von 50 Prozent oder gar 75 Prozent auf der Erlösseite steigen die kurzfristigen Schulden um 133 Prozent beziehungsweise 185 Prozent.

Wie sich ein abrupter Nachfrageeinbruch auswirkt, erfährt die Lufthansa derzeit schmerzhaft. Statt 35000 Fluggästen transportiere das Unternehmen nun weniger als 3000 Kunden pro Tag, sagte Konzernchef Carsten Spohr Anfang April in einer internen Videobotschaft. „In Summe verlieren wir daher jede Stunde eine Million Euro unserer Liquiditätsreserve – Tag und Nacht, Woche für Woche und wohl auch noch Monat für Monat“, so Spohr. Zwar versucht der DAX-Konzern massiv zu sparen, indem er fast alle Flüge gestrichen, Kurzarbeit eingeführt und die Dividende ausgesetzt hat. Aber die Fluggesellschaft wird ohne Staatshilfe nicht auskommen. Schon im Mitte März veröffentlichten Geschäftsbericht hatte das Unternehmen vor einem gestiegenen Liquiditätsrisiko gewarnt.

Doch auch andere DAX-Konzerne nehmen staatliche Unterstützung in →

Form von Krediten oder Kurzarbeit in Anspruch, um die Krise zu überbrücken. Wie sich die verschiedenen Hilfsmaßnahmen der Bundesregierung auf die Bilanzen der Konzerne auswirken, sei derzeit von außen schwer einzuschätzen, sagt Experte Sellhorn. Er verweist darauf, dass die Unternehmen auch „selbst Maßnahmen ergreifen können, um ihre Liquidität zu schützen, zum Beispiel Kosteneinsparungen vorziehen, Investitionen aufschieben und Dividenden kappen“.

Vor Letzterem scheuen die DAX-Konzerne noch zurück. Bislang haben nur Adidas und Lufthansa die Dividende ge-

strichen, MTU will sie vorerst einbehalten. BMW, Continental, Daimler und VW dagegen planen trotz Kurzarbeit und Sparprogrammen, zwischen 800 Millionen (Continental) und 3,3 Milliarden Euro (VW) auszuschütten. Auch Munich Re und Allianz wollen an ihren Dividendenversprechen von 1,4 Milliarden beziehungsweise fast vier Milliarden Euro festhalten. Dabei hatte die EU-Versicherungsaufsicht EIOPA Anfang April aufgrund der Corona-Krise einen vorläufigen Verzicht gefordert. Die Versicherer stoppten ebenso wie Adidas ihren milliardenschweren Aktienrückkauf.

Viele DAX-Konzerne planen zudem, zusätzliche Kredite aufzunehmen oder bestehende Kreditlinien zu nutzen. Darüber hinaus emittierten Unternehmen wie Eon, Fresenius und VW zuletzt neue Anleihen. Ob mit oder ohne staatliche Hilfen, die Verschuldung der DAX-Konzerne wird 2020 stark ansteigen.

Abschreibungen drohen. Doch nicht nur die tatsächlichen Folgen der Coronapandemie sollten Investoren genau beobachten. Experte Sellhorn rechnet damit, dass einzelne Unternehmen die Krise nutzen, „um Altlasten loszuwer-

Bares ist Wahres Wie in den vergangenen Jahren hat €uro in einer aufwendigen Datenanalyse die Bilanzen der 30 DAX-Konzerne durchleuchtet und Risiken identifiziert, die Investoren kennen sollten. Im Fokus standen dabei neben der Verschuldung besonders Liquiditätskennzahlen. Daneben wurde auch der Goodwill (Preisaufschlag bei Übernahmen) untersucht. In einer Rezession drohen hier Abschreibungen zulasten des Eigenkapitals. Aufgrund großer Unterschiede in den Geschäftsmodellen ist ein Vergleich der Kennzahlen vor allem bei Unternehmen der gleichen Branche sinnvoll

| Name | Ebit-Marge ¹ 2019 in % | Veränderung zu 2018 in % | Schuldenquote 2019 in % | Goodwill zu Eigenkapital ² 2019 in % | Liquidität 1. Grades ³ 2019 in % | Corona-Risiko | Bemerkung |
|-------------------------------------|---|--------------------------------|-------------------------------|--|---|---------------|---|
| Adidas | 11,3 | 4,1 | 65,9 | 17,8 | 25,4 | Rot | Umsatzeinbruch durch Corona-Krise, hohe Kosten. Kreditbedarf angekündigt |
| Allianz ⁴ | 9,8 | -3,1 | 92,4 | 17,1 | - ⁴ | Rot | Hohe Belastung durch Corona-Folgen. Aktienrückkauf gestoppt, um Geld zu sparen |
| BASF | 7,0 | -23,4 | 51,3 | 19,1 | 14,6 | Rot | Starker Rückgang der Rentabilität schon vor Corona-Krise, weitere Belastungen drohen |
| Bayer | 9,6 | 2,3 | 62,4 | 82,3 | 13,7 | Gelb | Hohes Risiko von Strafzahlungen sowie Abschreibungen im Zusammenhang mit Monsanto |
| Beiersdorf | 13,5 | -11,1 | 39,5 | 8,1 | 40,3 | Grün | Niedrige Verschuldung, hohe Liquidität. Nachfrage nach Produkten dürfte stabil bleiben |
| BMW | 6,8 | -31,3 | 73,7 | 0,6 | 14,6 | Rot | Umsatzeinbruch in Corona-Krise verstärkt Risiken durch Umbruch in Autoindustrie |
| Continental | -0,3 | - ⁵ | 62,7 | 32,2 | 19,8 | Rot | Schon vor Corona-Krise mit Verlusten, weitere Belastungen drohen |
| Covestro | 6,9 | -61,1 | 54,4 | 5,0 | 35,0 | Rot | Dramatischer Einbruch der Rentabilität schon vor Corona-Krise |
| Daimler | 2,4 | -61,2 | 79,2 | 1,9 | 17,9 | Rot | Auch schon vor Corona-Krise deutlich weniger rentabel |
| Deutsche Bank ⁴ | -7,1 | - ⁵ | 95,2 | 4,6 | - ⁴ | Rot | Anstieg von Kreditausfällen und Wertminderungen infolge der Corona-Krise drohen |
| Deutsche Börse ⁴ | 49,7 | 10,7 | 95,6 | 56,8 | - ⁴ | Grün | Erhöhtes Handelsvolumen an den Börsen infolge des Corona-Crashes |
| Deutsche Post | 6,5 | 26,9 | 72,4 | 78,8 | 17,0 | Rot | Hohe Verschuldung, hoher Goodwill, Einbußen im Frachtgeschäft belasten |
| Deutsche Telekom | 11,7 | 11,0 | 72,9 | 26,9 | 16,4 | Grün | Hohe Schulden, aber stabile Einnahmen. Könnte von erhöhtem Datenverbrauch profitieren |
| Eon | 3,4 | -74,7 | 86,7 | 133,8 | 7,4 | Gelb | Hohe Verschuldung, hoher Goodwill, aber relativ stabile, staatlich regulierte Einnahmen |
| Fresenius ⁶ | 13,1 | -16,5 | 60,3 | 104,4 | 19,5 | Gelb | Rückgang der Rentabilität. Risiko von Abschreibungen auf sehr hohen Goodwill |
| Fresenius Medical Care ⁶ | 12,6 | -29,9 | 59,8 | 106,0 | 14,4 | Gelb | Starker Rückgang der Rentabilität. Risiko von Abschreibungen auf sehr hohen Goodwill |
| HeidelbergCement | 8,7 | -11,3 | 52,1 | 63,7 | 48,0 | Rot | Rückgang der Rentabilität. Abschreibungen auf Goodwill drohen. Hohe Liquidität |
| Henkel | 14,4 | -8,0 | 40,7 | 69,4 | 17,2 | Gelb | Rückgang der Rentabilität. Hoher Goodwill. Nachfrage nach Produkten dürfte stabil bleiben |
| Infineon ⁷ | 14,5 | -25,2 | 35,6 | 10,5 | 50,0 | Rot | Niedrigste Schuldenquote im DAX. Übernahme von Cypress erhöht Schulden und Goodwill |
| Linde plc. | 10,4 | -70,6 | 40,4 | 52,3 | 22,2 | Rot | Hoher buchhalterischer Goodwill infolge des Zusammenschlusses mit Praxair |
| Lufthansa | 5,1 | -34,8 | 76,0 | 7,2 | 9,0 | Rot | Nachfrageeinbruch während Corona-Krise. Ohne Staatshilfe droht Pleite |
| Merck KGaA | 13,7 | 13,9 | 59,1 | 95,7 | 9,2 | Gelb | Risiko von Abschreibungen auf sehr hohen Goodwill. Liquide Mittel gering |
| MTU Aero Engines | 13,5 | 7,0 | 68,8 | 16,2 | 4,3 | Rot | Hohe Belastung durch Krise in der Luftfahrt. Liquide Mittel gering |
| Munich Re ⁴ | 6,2 | -5,5 | 89,4 | 9,6 | - ⁴ | Rot | Hohe Belastung durch Corona-Krise in Schaden- und Unfallrückversicherung |
| RWE | -7,9 | - ⁵ | 72,8 | 13,7 | 16,2 | Gelb | Hohe Verschuldung. Stromproduktion für 2020 fast vollständig verkauft |
| SAP | 16,2 | -29,7 | 48,8 | 94,6 | 36,7 | Grün | Rückgang der Rentabilität vor Corona. Könnte von Zuwachs digitaler Lösungen profitieren |
| Siemens ⁷ | 7,9 | 6,5 | 66,1 | 59,2 | 24,4 | Rot | Neben Marktrisiken drohen Abschreibungen auf Goodwill im Zuge des Umbaus |
| Volkswagen | 6,7 | 13,7 | 74,7 | 18,8 | 14,5 | Rot | Umsatzeinbruch in Corona-Krise verstärkt Risiken durch Umbruch in Autoindustrie |
| Vonovia ⁴ | 88,0 | -34,6 | 62,7 | 7,1 | 13,6 | Gelb | Risiko von Mietausfällen infolge der Corona-Krise |
| Wirecard ⁸ | 23,2 | 2,6 | 66,9 | 30,8 | 116,2 | Grün | Sonderprüfung durch Wirtschaftsprüfer wegen Vorwurf der Bilanzmanipulation |

Rot = hohes Risiko, Gelb = mittleres Risiko, Grün = geringes Risiko. ¹Die Gewinnmarge beschreibt, wie profitabel ein Unternehmen wirtschaftet. Sie setzt den Gewinn vor Zinsen und Steuern (Ebit) ins Verhältnis zum Umsatz. ²Im Fall einer Rezession drohen Abschreibungen auf den Goodwill, die das Eigenkapital schmälern. ³Kennzahl beschreibt, welcher Anteil der kurzfristigen Verbindlichkeiten durch flüssige Mittel gedeckt werden kann. Je höher die Prozentzahl, desto liquider ist das Unternehmen. ⁴Aufgrund zahlreicher Besonderheiten der Bilanzen eingeschränkte Vergleichbarkeit oder kein Äquivalent. ⁵Aufgrund von Verlust nicht vergleichbar. ⁶Fresenius Medical Care wird in der Bilanz der Konzernmutter Fresenius voll konsolidiert. ⁷Geschäftsjahr endete am 30.09.2019. ⁸Letzte verfügbare Daten aus Berichten zum Halbjahr und dritten Quartal, Veröffentlichung Geschäftsbericht 2019 wegen Sonderprüfung auf 30. April verschoben.
Quelle: Geschäftsberichte 2019, Bloomberg, eigene Berechnungen

den, und beispielsweise überhöhte Firmenwerte abschreiben“. Euro warnt bereits seit 2015 vor dem Risiko, das sich in vielen Bilanzen hinter dem englischen Begriff Goodwill verbirgt. Dieser entsteht, wenn bei einer Übernahme der bezahlte Kaufpreis den Substanzwert des Unternehmens übersteigt. Der vermeintliche Mehrwert kann sich in einer Krise jedoch schnell in Luft auflösen. Dann

drohen Abschreibungen auf das Eigenkapital, die Verschuldung steigt.

Insgesamt hatten die DAX-Konzerne Ende 2019 nach Euro-Berechnungen Firmenwerte von 279,4 Milliarden Euro in ihren Büchern. Besonders hoch ist der Goodwill im Vergleich zum Eigenkapital bei Eon, Fresenius, Fresenius Medical Care, Merck, SAP sowie bei Bayer. Letzteren hat der Zukauf von US-Konkurrent

Monsanto nicht nur einen starken Anstieg von Verschuldung und Goodwill beschert, sondern auch zahllose Gerichtsverfahren. Etwa 48.600 Kläger fordern Schadenersatz wegen Gesundheitsschäden mutmaßlich infolge der Nutzung des Unkrautvernichtungsmittels Glyphosat. Den Leverkusenern drohen nicht nur hohe Kosten, um diese Klagen beizulegen. Auch Abschreibungen werden immer wahrscheinlicher.

AUTOHERSTELLER

Der Automarkt bricht weltweit ein

Die Corona-Krise trifft die Autobranche zur Unzeit. Denn sie steckt im Umbruch. Der Trend zu mehr Elektromobilität sowie digitalen Angeboten im und um das Fahrzeug stellen die traditionellen Hersteller vor große Herausforderungen. Bereits 2019 ist der Gewinn bei BMW (minus 30 Prozent) und Daimler (minus 67 Prozent) eingebrochen. Lediglich VW konnte sich dem Negativtrend entziehen. Doch während die Hersteller 2019 ihren Absatz noch steigern konnten, brechen die Autoverkäufe nun ein: BMW verkaufte über 20 Prozent weniger Autos in den ersten drei Monaten 2020 verglichen mit dem Vorjahr. Grund

dafür ist nicht nur, dass weltweit Händler schließen mussten „Wer Angst hat, seinen Job zu verlieren, kauft keine hochwertigen Konsumgüter“, betont Autoexperte Ferdinand Dudenhöffer von der Universität St. Gallen. Doch nicht nur die Verkaufszahlen sinken. Das Service-Geschäft und der Handel mit Ersatzteilen sind zuletzt um 50 Prozent eingebrochen, schätzt Stefan Bratzel, Direktor des Center of Automotive Management (CAM). „Das sind besonders margenstarke Geschäfte“, erklärt er im Gespräch mit Euro. Auch der Gewinn der Autobanken dürfte 2020 geringer ausfallen. Zum einen, weil mit den Verkaufszahlen auch die Nachfrage nach Finanzierungsangeboten sinkt. Zum anderen, weil die Hersteller versuchen, Kunden mit günstigen Leasing- und Kreditraten zu lo-

cken, so Bratzel. Das „drückt die Marge und damit den Gewinn“, sagt der Experte. Darüber hinaus drohen höhere Kreditausfälle. Im vergangenen Jahr haben die Finantöchter einen erheblichen Anteil zum Jahresüberschuss der Autobauer beigesteuert: Bei Daimler stammten fast 63 Prozent des Gewinns aus dem Finanzdienstleistungsgeschäft.

Corona-Effekt Den Autobauern droht ein Absatz- und Gewinneinbruch

| Name | Gewinn 2019 in Mrd. € | davon Gewinn Finantöchter in Mrd. € | Fahrzeugabsatz in Mio. | davon verleast oder finanziert* in % |
|---------|-----------------------|-------------------------------------|------------------------|--------------------------------------|
| BMW | 4,9 | 1,6 | 2,7 | 52,2 |
| Daimler | 2,4 | 1,5 | 3,3 | 59,8 |
| VW | 13,9 | 2,4 | 11,0 | 34,2 |

*durch eigene Finantöchter; Quelle: Geschäftsberichte 2019

BANKEN

Große Sorge vor Ansteckung

In der Finanzkrise 2008 schwappten die Probleme der Banken auf die Realwirtschaft über. Nun droht die Krise der Unternehmen die Finanzwirtschaft zu belasten. Kreditausfälle werden zunehmen und könnten für die Banken zu einem „großen Problem“ werden, warnt Sascha Steffen, Finanzwissenschaftler an der Frankfurt School of Finance & Management. Zudem zeige die Erfahrung aus der Finanzkrise, dass vor allem Firmen in Schwierigkeiten ihre bislang ungenutzten Kreditlinien ziehen. Dadurch dürfte sich das Kreditportfolio der Banken verschlechtern. Anders

als in der Finanzkrise, in der Investmentbanken ins Wanken gerieten, sind diesmal besonders Institute mit einem starken Firmenkundengeschäft betroffen, wie etwa die Commerzbank. Grundsätzlich sind europäische Unternehmen stärker von der Finanzierung durch Banken abhängig als ihre US-Pendants, die sich eher über die Kapitalmärkte finanzieren. Kritisch sieht Steffen, dass es in der EU nach wie vor „relativ viele unprofitable Banken“ gebe. Zwar mussten die Finanzinstitute ihre Kernkapitalquoten nach der Krise 2008 deutlich aufstocken. Doch weil die hohe Konkurrenz die Gewinne drückt, konnten die hiesigen Banken weniger Risikopuffer bilden als die US-Wettbewerber. Hinzu kommt: Zwar wurden die europäischen

Banken in den vergangenen Jahren regelmäßigen Stresstests unterzogen. Doch in keinem wurde ein so schlimmer, weltweiter Wirtschaftseinbruch wie jetzt simuliert, sagt Steffen. Wie sie durch die Krise kommen, ist deshalb ungewiss. Der Experte plädiert im Ernstfall dafür, dass alle Banken in der Eurozone nach dem Vorbild des TARP-Rettungsprogramms in den USA 2008 Staatshilfen bekommen.

Vorsorge Die Banken haben dickere Kapitalpuffer, aber k(l)eine Gewinne

| Name | Gewinn 2019 in Mrd. € | Harte Kernkapitalquote in % | Risikogewichtete Aktiva in Mrd. € |
|---------------|-----------------------|-----------------------------|-----------------------------------|
| Commerzbank | 0,6 | 13,4 | 181,8 |
| Deutsche Bank | -5,4 | 13,6 | 324,0 |

Quelle: Geschäftsberichte 2019