



UNTERNEHMENSANALYSE 20/10/2015

## Pro-forma, bereinigt oder nachhaltig?

Eine nicht zielführende Darstellung des Gewinns je Aktie

von PHILIPP IMMENKÖTTER

- Pro-forma Kennzahlen halten nicht das, was sie versprechen, denn sie liefern kein besseres Bild der wirtschaftlichen Lage eines Unternehmens.
- Zu häufig bereinigen Unternehmen ihren Gewinn nur um Kosten, belassen jedoch dazugehörige Erträge im Gewinn, so dass ein verzerrtes Bild entsteht.
- Im Geschäftsjahr 2014 präsentieren 11 der 30 DAX-Konzerne einen bereinigten Gewinn je Aktie, der im Schnitt 13 % über der offiziellen Kennzahl liegt.
- Bewertungskennzahlen wie das KGV fallen durch den pro-forma Gewinn um 23 % günstiger aus.

Schlägt man die erste Seite des aktuellen Geschäftsberichts des Adidas Konzerns auf, so landet man auf der Übersichtsseite, auf welcher der Gewinn je Aktie des abgelaufenen Geschäftsjahres präsentiert wird. Eine Fußnote in der Tabellenüberschrift weist darauf hin, dass Kosten in Höhe von 78 Mio. Euro bzw. 17 % des Jahresüberschusses bei der Ermittlung des Gewinns der Übersichtsseite nicht berücksichtigt wurden. Es handelt sich also nicht um den offiziellen Gewinn je Aktie, sondern lediglich um eine sogenannte „pro-forma“ Kennzahl.

Insgesamt machen 11 der 30 DAX-Konzerne<sup>1</sup> von pro-forma Kennzahlen für den Gewinn je Aktie Gebrauch, präsentieren diese jedoch meist im Zusammenhang mit den offiziellen

Zahlen. Bezeichnet werden sie als „angepasstes“, „bereinigtes“ oder „nachhaltiges“ Ergebnis.

### Wie hoch waren die Anpassungen?

Im Schnitt wurde der Gewinn um 13 % bzw. 0,44 Euro je Aktie vergrößert (Tabelle 1). Auffällig ist, dass die pro-forma Gewinngrößen in 64 % der Fälle höher als der offizielle Gewinn ausfallen und nur in 36 % darunter liegen. Vergleicht man dies mit den Ergebnissen unserer Vorgängerstudie, so zeichnet sich jedoch ein moderateres Bild ab.<sup>2</sup> 2013 wurde der Gewinn im Schnitt sogar um 33 % erhöht und 91 % der Anpassungen vergrößerten den Gewinn.

<sup>1</sup> Die 11 DAX Konzerne, die ihren Gewinn je Aktien anpassen sind: Adidas, BASF, Bayer, Beiersdorf, Deutsche Börse, Fresenius, Henkel, K+S, Linde, Merck und RWE.

<sup>2</sup> Siehe hierzu: Philipp Immenkötter: „Der kleine, aber feine Unterschied – EBS statt EPS“, FvS Research Institute, März 2015.



Tabelle 1: Anpassung des Gewinns je Aktie

Geschäftsjahr	Anzahl der Beobachtungen	In Prozent des IFRS-Werts	Absolute Anpassung in Euro je Aktie	Absolute Anpassung in Mio. Euro	Anteil mit Erhöhung des Gewinns
2014	11	13 %	0,44	202	64 %
2013	11	33 %	1,45	708	91 %
2012	11	40 %	1,10	461	91 %
2011	9	22 %	0,55	244	78 %
2010	9	37 %	0,85	439	89 %
2009	8	40 %	0,77	426	75 %
2008	6	20 %	0,69	422	67 %

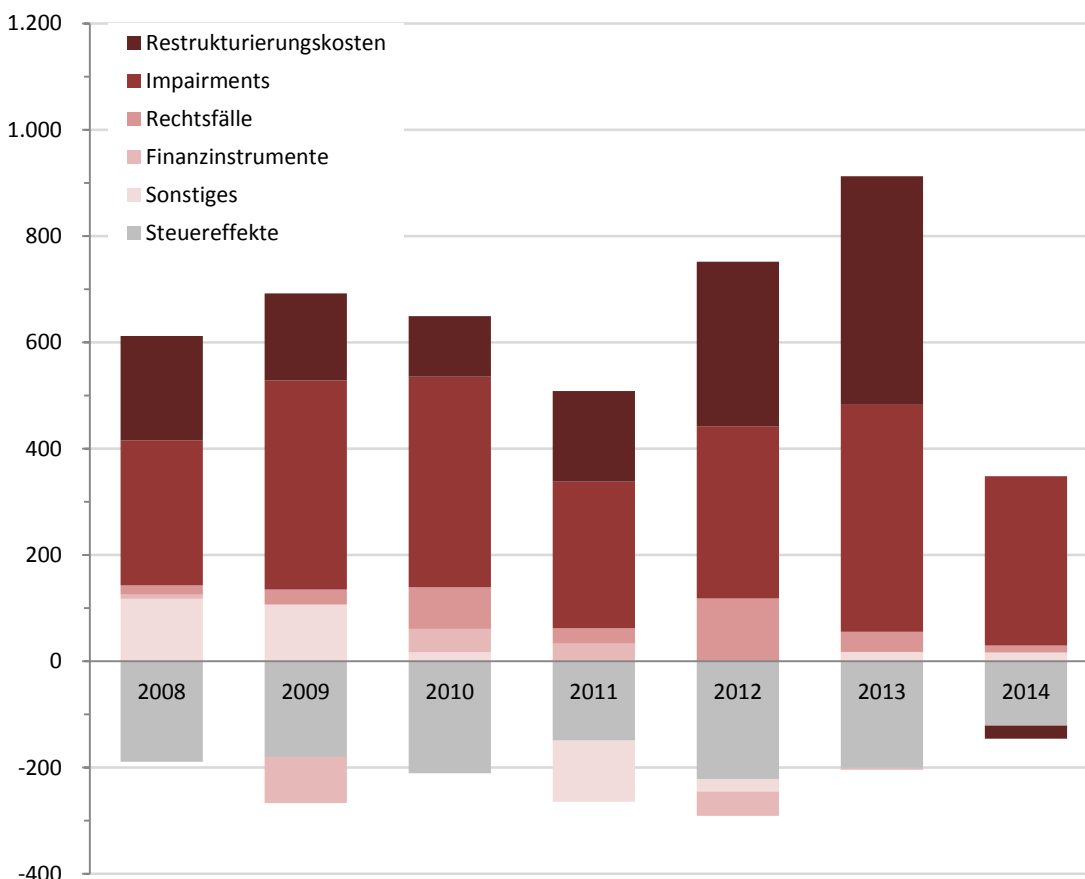
Quelle: Geschäftsberichte

### Wodurch entstehen die Anpassungen?

Die Anpassungen lassen sich den Kategorien Restrukturierungskosten, Impairments, Aufwendungen für Rechtsfälle, Wertänderungen von Finanzinstrumenten und Sonstiges zuordnen. Erfolgt die Anpassung vor Steuern, entstehen zusätzlich abweichende Steuerzahlungen. Betragsmäßig fielen 2014 Anpassungen durch

Impairments am stärksten ins Gewicht (Abbildung 1). Im Schnitt wurden 318 Mio. Euro bzw. 16 % des IFRS-Gewinns an erfolgswirksamen Kosten vor Steuern bei der Ermittlung des pro-forma Gewinns nicht berücksichtigt. Im vorangegangenen Jahr waren es sogar 427 Mio. Euro bzw. 9 %. Im Gegensatz zum Vorjahr ergibt sich durch hohe Devestitionen einzelner Unternehmen ein negativer Mittelwert für angepasste

Abbildung 1: Höhe der Anpassungskategorien in Mio. Euro



Quelle: Geschäftsberichte



Restrukturierungskosten. Im Vorjahr macht diese noch den größten Betrag der Anpassung aus. Die übrigen Kategorien beinhalten nur kleine Anpassungen, die sich nicht groß im Gesamtergebnis niederschlagen.

### Sind die Anpassungen zielführend?

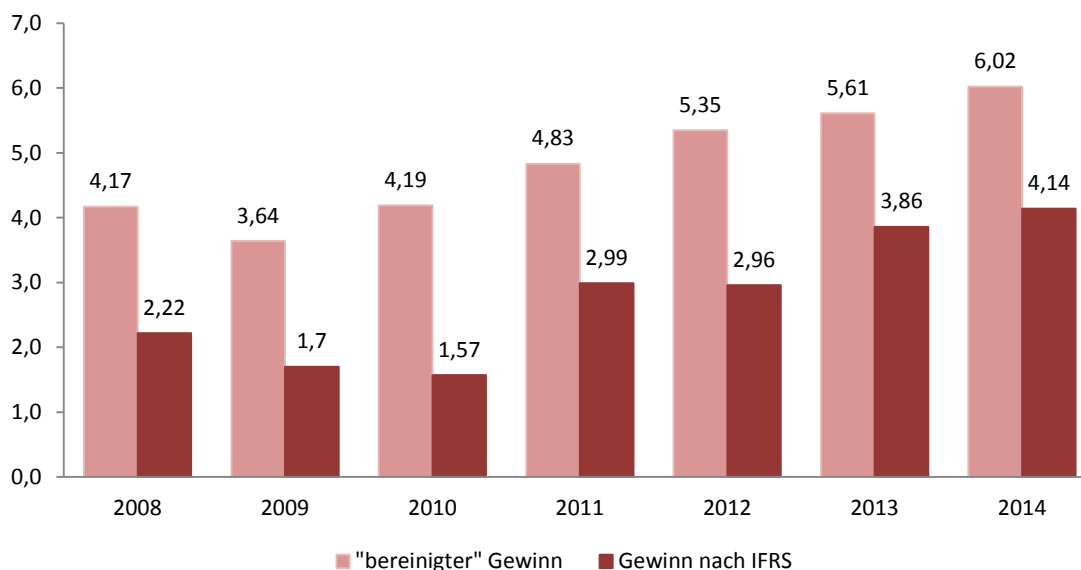
Von Unternehmensseite wird nicht selten argumentiert, dass die pro-forma Kennzahlen die wirtschaftliche Situation des Unternehmens besser widerspiegeln, da es sich um „einmalige Effekte“ handle. Dies wirft natürlich umgehend die Frage auf, warum einmalige Effekte wiederholt auftreten und aus dem Gewinn herausgerechnet werden. Bei Großkonzernen fallen beispielsweise regelmäßig Restrukturierungsmaßnahmen an, da durch Wachstum und Marktveränderungen entstandene Ineffizienzen bereinigt werden müssen. Es fällt also schwer diese Kosten als „einmalig“ zu klassifizieren.

Wird ein Teil einer Investition nicht im Ergebnis berücksichtigt, die später hierdurch erwirtschafteten Erträge jedoch im pro-forma Gewinn belassen, entsteht ein verzerrtes Bild der wirtschaftlichen Lage. Dies ist jedoch häufig bei

Impairments der Fall, worunter meist Abschreibungen von immateriellen Vermögenswerten zu finden sind, welche im Zuge von Akquisitionen entstehen. Kapital, welches durch immaterielle Vermögenswerte gebunden ist, sollte wie bei jeder anderen Investition auch den erwirtschafteten Erträgen gegenüber gestellt werden. Werden Umsatzsteigerungen aus Akquisitionen berücksichtigt, Teile der Kosten für den Unternehmenskauf jedoch ignoriert, so stehen Aufwand und Ertrag nicht mehr in Relation zueinander.

Die Bayer AG weist einen „bereinigten“ Gewinn aus, der nach Unternehmensangaben dem Leser ein Bild der Ertragslage liefern soll, das „im Zeitablauf vergleichbar und zutreffend informiert“<sup>3</sup>. Da regelmäßig Restrukturierungskosten, Impairments und Aufwendungen für Rechtsfälle aus dem Gewinn herausgerechnet wurden, könnte man besonders die zeitliche Vergleichbarkeit hinterfragen. Abbildung 2 zeigt für die Bayer AG den Unterschied zwischen dem „bereinigten“ Gewinn und dem Gewinn nach IFRS. Seit 2008 liegt der bereinigte Gewinn je Aktie deutlich über dem Gewinn nach IFRS.

Abbildung 2: Bayer AG, Gewinn je Aktie in Euro



Quelle: Geschäftsberichte

<sup>3</sup> Siehe Geschäftsbericht der Bayer AG 2014, S. 3.



## Wie beeinflussen pro-forma Ergebnisse die Bewertung?

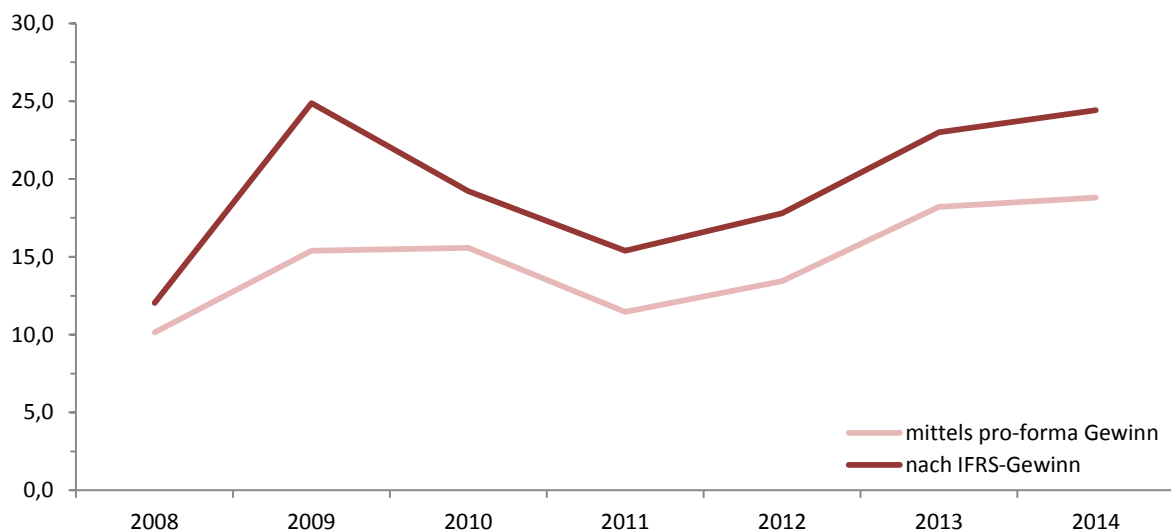
Nicht selten wird der Gewinn je Aktie für die Berechnung von Bewertungskennzahlen wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) herangezogen. Erhöht man den Gewinn, so reduziert sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis, welches einen günstigeren Preis der Unternehmensanteile impliziert. Zum Ende der letzten Geschäftsjahre wurden die 11 DAX Konzerne mit Gewinnanpassungen zu einem mittleren KGV von 24,4 gehandelt. Füttert man die Rechnung jedoch mit dem pro-forma Gewinn, so ergibt sich ein deutlich geringeres KGV von 18,8. Das sind 23 % weniger als unbereinigt und für eine Investitionsentscheidung ein bedeutender Unterschied.

## Fazit

Trotz der Zielsetzung, die wirtschaftliche Situation des Unternehmens besser zu beleuchten, bieten pro-forma Gewinnkennzahlen keine fundierte Basis um Unternehmen miteinander und über die Zeit zu vergleichen. Meist werden nur Kosten bei der Gewinnermittlung ignoriert, die diesen Kosten gegenüberstehenden Erträge werden jedoch voll mit ins Ergebnis aufgenommen.

Möchte man unbedingt angepasste Kennzahlen präsentieren, so wäre der richtige Schritt wirklich alle Erträge im Gewinn je Aktien zu berücksichtigen, also auch das OCI (other comprehensive income, dt.: sonstiges Ergebnis)<sup>4</sup>. Da das OCI in den letzten Jahren jedoch meist negativ war, wird man auf solche Kennzahlen vergeblich warten müssen.

Abbildung 3: Median der Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV)



Quelle: Geschäftsberichte und ThomsonReuters

<sup>4</sup> Siehe hierzu Kai Lehman: „Unternehmensergebnisse ungeschminkt“, FvS Research Institute, August 2015.



## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2015 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Dr. Philipp Immenkötter; *Redaktionsschluss* 20. Oktober 2015