

Studie

„Prognoseberichterstattung im DAX30“

Eine inhaltliche Analyse der Prognoseberichterstattung in den Geschäftsberichten 2012 der DAX30-Unternehmen



Kirchhoff Consult in Kooperation mit
Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V. (DSW)

Hamburg/Frankfurt, 6. August 2013

Studie

- < Die vorliegende Studie basiert auf den Geschäftsberichten der DAX30-Unternehmen aus dem Jahr 2012
- < Analysiert wurden qualitative und quantitative Angaben zum erwarteten Konzernergebnis sowie zur Geschäftsentwicklung in dem Kapitel „Ausblick“ („Prognosebericht“) im jeweiligen Lagebericht
- < Die quantitativen Ergebnisprognosen fielen bei der Bewertung besonders ins Gewicht

Executive Summary (I)

- < Sieben DAX-Konzerne erhalten das Prädikat „Hohe Transparenz“ für ihre Prognoseberichterstattung: Allianz, Continental, Deutsche Post DHL, Deutsche Telekom, Fresenius SE, Münchener Rück sowie Siemens (Vorjahr: 6)
- < Neu einbezogen wurden Continental und LANXESS als DAX-Aufsteiger. Während Continental gleich die höchste Transparenzstufe erreicht, landet LANXESS in der mittleren Kategorie
- < Breites Mittelfeld: Ein großer Teil der DAX30-Unternehmen fällt in die Kategorie „Mittlere Transparenz“ (17 Unternehmen, Vorjahr 15)
- < Verbesserung zum Vorjahr: In diesem Jahr wurden nur sechs Unternehmen mit „Niedrige Transparenz“ bewertet (Vorjahr: 9)
- < Jene Unternehmen verzichten im Prognosebericht auf quantitative Angaben zum Konzernergebnis und sparen zusätzlich mit anderen wichtigen Angaben, wie etwa zur zukünftigen Finanzierungsstruktur oder der künftigen Liquidität

Executive Summary (II)

- < Kein Branchenphänomen: Undurchsichtige Prognosen beschränken sich nicht auf bestimmte Branchen
- < Deutsche Post DHL, Fresenius SE und Münchener Rück bestätigen ihre hohe Transparenz aus dem Vorjahr. Aufsteiger sind Allianz, Deutsche Telekom und Siemens sowie der Neuzugang Continental
- < Die sieben Firmen in der Kategorie „hohe Transparenz“ wagen konkrete quantitative Angaben zum operativen Ergebnis 2013, sowohl auf Konzernebene als auch für alle Segmente
- < Verbesserungswürdig: Nicht einmal die Hälfte der Konzerne macht konkrete quantitative Angaben zur künftigen Liquidität (12)
- < Erfreulich: Während sieben Unternehmen in eine höhere Transparenz-Kategorie eingeordnet wurden als im Vorjahr, gab es nur vier Verschlechterungen

Überblick: Bewertungskriterien

Hohe Transparenz

- < Quantitativer Ausblick zum Konzernergebnis und zu den Segmentergebnissen für 2013
- < Ausführlicher qualitativer Ausblick für 2014 & 2015
- < Umfangreiche quantitative Prognosen zur Konzernentwicklung:
(z. B. Investitionen oder Finanzierung, F&E, Personal, Dividendenpolitik)
- < **Angaben zu:**
Gesamtwirtschaft und Branchenentwicklung, Segmententwicklung, Finanzierungsstrategie, Kostenmanagement, Produktpolitik, zukünftige Unternehmensstruktur

Mittlere Transparenz

- < Quantitative Prognose zum Konzernergebnis
- < Qualitativer Ausblick für 2014 oder 2015
- < **Vereinzelte quantitative Prognosen zur Konzernentwicklung:**
(z. B. Investitionen oder Finanzierung, F&E, Personal, Dividendenpolitik)
- < **Angaben zu:**
Gesamtwirtschaft und Branchenentwicklung, operative Entwicklung

Niedrige Transparenz

- < Keine quantitativen Prognosen zum Konzernergebnis für 2013
- < **Vereinzelte qualitative Prognosen zur Geschäftsentwicklung**

Ergebnis: Transparenzlevels DAX 30

Hohe Transparenz

Allianz (+)
Continental (NEU)
Deutsche Post DHL
Deutsche Telekom (+)
Fresenius SE
Münchener Rück
Siemens (+)

Mittlere Transparenz

Adidas (-)
Bayer
BMW (+)
Daimler
Deutsche Bank (+)
Deutsche Börse
Fresenius Medical Care (-)
E.ON
Henkel
Infineon
K+S
LANXESS (NEU)
Linde (+)
RWE (-)
SAP
Thyssen Krupp (+)
Volkswagen

Niedrige Transparenz

BASF
Beiersdorf
Commerzbank (-)
Deutsche Lufthansa
HeidelbergCement
Merck




Umfang des Ausblicks: 1–14 Seiten

Unternehmen	Seitenzahl	Unternehmen	Seitenzahl
adidas	7	Fresenius	10
Allianz	13	Fresenius Medical Care	7
BASF	7	Heidelberg Cement	10
Bayer	5	Henkel	3
Beiersdorf	1	Infineon	11
BMW	4	K+S	13
Commerzbank	13	LANXESS	6
Continental	8	Linde	4
Daimler	7	Merck	7
Deutsche Bank	9	Münchener Rück	9
Deutsche Börse	9	RWE	5
Deutsche Lufthansa	4	SAP	6
Deutsche Post DHL	13	Siemens	8
Deutsche Telekom	14	ThyssenKrupp	7
E.ON	4	Volkswagen	10

Textumfang ist nicht entscheidend für die Qualität

- < Mit durchschnittlich 7,8 Seiten sind die Prognoseberichte inzwischen sehr umfangreich
- < Sehr effizient sind etwa E.ON und Henkel: Mit 4 bzw. 3 Seiten schaffen es die Unternehmen bereits in die mittlere Transparenzkategorie
- < Der kürzeste Ausblick kommt von Beiersdorf. Er umfasst nur eine Seite und enthält weder eine konkrete Ergebnis- noch Umsatzprognose. Angaben zur künftigen Finanzlage sind nicht enthalten.
- < Der Umfang des Textes ist nicht entscheidend: Commerzbank und HeidelbergCement schreiben Berichte mit einer Länge von 13 und 10 Seiten – landen aber dennoch in der unteren Transparenzkategorie

Vergleich: hohe vs. niedrige Transparenz im Ausblick

	Gesamtwirtschaft	Branchenentwicklung	Organisation/Struktur	Ergebnis (quantitativ)	Segmentergebnisse (quantitativ)	Umsatz (quantitativ)	Finanzierung	Quantitative mittelfristige Ziele
Hohe Transparenz*		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Niedrige Transparenz*		✓	✓					
		✓	✓				✓	

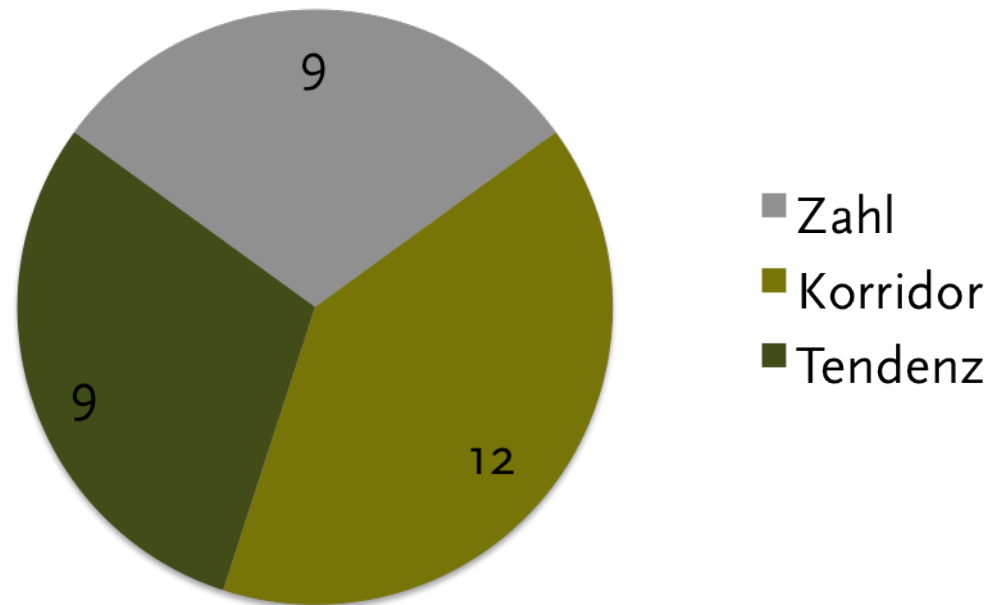
* Ausgewählte Parameter

Ergebnisse im Detail: Art der Ergebnisprognose (I)

- < Neun der DAX30-Konzerne geben eine konkrete Zielgröße für das erwartete Ergebnis an
„Nicht zuletzt aufgrund erforderlicher Marktinvestitionen im Zusammenhang mit dem Vertrag mit Apple wird für das bereinigte EBITDA 2013 im Konzern mit etwa 18,4 Mrd. € ein Rückgang gegenüber dem Geschäftsjahr 2012 erwartet.“ (Deutsche Telekom, Geschäftsbericht 2012, S. 181)
- < Zwölf Unternehmen entscheiden sich in puncto Ergebnisprognose für eine Korridor-Lösung
„Für 2013 erwarten wir ein operatives Ergebnis von 9,2 Mrd. €, plus oder minus 0,5 Mrd. €.“
(Allianz, Geschäftsbericht 2012, S. 165)
- < Neun Konzerne äußern in ihren Geschäftsberichten lediglich eine Tendenz bezüglich der Ergebnisentwicklung
„Bei ansonsten gleichbleibenden Rahmenbedingungen geht die Lufthansa Group nach heutiger Einschätzung für 2013 dennoch von einem Umsatz über Vorjahr und einem operativen Ergebnis über dem berichteten Ergebnis für das Geschäftsjahr 2012 aus.“ (Lufthansa, Geschäftsbericht 2012, S. 121)

Ergebnisse im Detail: Art der Ergebnisprognose (II)

Ergebnisprognose



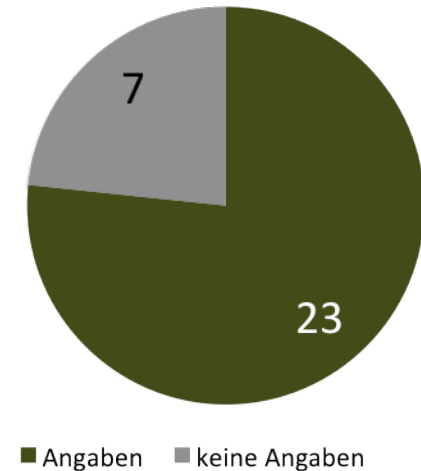
Ergebnisse im Detail: Angaben zur Entwicklung der Finanzlage

- < **Finanzierung:** 7 Unternehmen liefern gar keine Angaben zur zukünftigen Finanzierung, 8 Konzerne quantifizieren die Angaben, 15 Unternehmen liefern qualitative Angaben

- < Schwache Angabe vs. quantitative Angabe

BMW: „Die BMW Group verfügt unverändert über eine solide Finanzbasis. Ein starker Cashflow und der gute Kapitalmarktzugang des Unternehmens schaffen zusätzliche Freiräume“ (BMW, Geschäftsbericht 2012, S. 76)

- < Fresenius MC: „Wir verfolgen einen Zielwert von zugesicherten und nicht genutzten Kreditfazilitäten von mindestens 300 bis 500 Mio US\$. Unser Finanzierungsbedarf besteht 2013 im Wesentlichen aus fällig werdenden Krediten in Höhe von 140 Mio US\$. Diese Verbindlichkeiten werden genau wie die Dividendenausschüttung im Mai 2013 (etwa 300 Mio US\$) aus Mittelzuflüssen und bestehenden Kreditfazilitäten abgedeckt.“ (FMC, Geschäftsbericht 2012, S. 122)





Hohe Transparenz: Deutsche Telekom (Beispiel 1)

Inhalte (Auswahl):

- < Quantitative Prognose für 2013, teilweise reichen die Zielangaben bis 2015
- < Ausblick zur Gesamtwirtschaft nach Regionen, quantitativ und qualitativ
- < Prognosen zur Branchenentwicklung nach Regionen
- < Quantitative Prognose bezüglich des Konzernergebnisses für 2013
- < Quantitative Prognosen bezüglich der Ergebnisse der einzelnen Segmente für 2013
- < Quantitative Aussagen zur Finanzierungsstrategie
- < Investitionsplanung für den Konzern und nach Segmenten
- < Quantitative Aussage zur Dividende
- < Beschreibung der künftigen Liquidität



Hohe Transparenz: Deutsche Telekom (Beispiel 1)

T 040

		Ergebnisse 2012	Erwartungen 2013	Erwartungen 2014 ^e	Erwartungen 2015 ^e
UMSATZ					
Konzern	Mrd. €	58,2	leichter Rückgang		
Konzern (inkl. MetroPCS)			leichter Rückgang	leichter Anstieg	leichter Anstieg
Deutschland	Mrd. €	22,7	leichter Rückgang	Stabilisierung	stabiler Verlauf
Europa	Mrd. €	14,4	Rückgang	Stabilisierung	leichter Anstieg
USA (in lokaler Währung)	Mrd. US-\$	19,8	Stabilisierung		
USA (in lokaler Währung) inkl. MetroPCS			Stabilisierung	leichter Anstieg	leichter Anstieg
Systemgeschäft	Mrd. €	10,0	stabiler Verlauf	leichter Anstieg	leichter Anstieg
davon „Market Unit“	Mrd. €	7,8	Anstieg	Anstieg	Anstieg
EBITDA (BEREINIGT UM SONDEREINFLÜSSE)					
Konzern	Mrd. €	18,0	rund 17,4		
Konzern (inkl. MetroPCS)	Mrd. €		rund 18,4	leichter Anstieg	leichter Anstieg
Deutschland	Mrd. €	9,2	rund 8,9	leichter Rückgang	stabiler Verlauf
Europa	Mrd. €	4,9	rund 4,7	Stabilisierung	leichter Anstieg
USA (in lokaler Währung)	Mrd. US-\$	4,9	rund 4,7		
USA (in lokaler Währung) inkl. MetroPCS	Mrd. US-\$		rund 6,0	leichter Anstieg	Anstieg
Systemgeschäft	Mrd. €	0,7	rund 0,8	leichter Anstieg	leichter Anstieg
INVESTITIONEN*					
Konzern	Mrd. €	8,0	rund 8,6		
Konzern (inkl. MetroPCS)	Mrd. €		rund 9,8	leichter Rückgang	rund 9,5
Deutschland	Mrd. €	3,5	rund 3,4	rund 4,1	rund 4,3
Europa	Mrd. €	1,6	rund 1,7	rund 1,7	rund 1,7
USA (in lokaler Währung)	Mrd. US-\$	2,9	3,3 bis 3,4		
USA (in lokaler Währung) inkl. MetroPCS	Mrd. US-\$		4,7 bis 4,8	rund 3,0	rund 3,1
Systemgeschäft („Market Unit“)	Mrd. €	0,5	rund 0,6	rund 0,6	rund 0,7
ROCE	%	(2,3)			Ziel 2015: rund 5,5
Free Cashflow ^b	Mrd. €	6,2	rund 5	leicht steigend	rund 6
Dividende je Aktie ^{c,d}	€	0,70	0,50	0,50	re-visit
EPS (bereinigt um Sondereinflüsse)	€	0,59			Ziel 2015: rund 0,8
Eigenkapitalquote	%	28,3	25 bis 35	25 bis 35	25 bis 35
Relative Verschuldung		2,1 x	2 bis 2,5x	2 bis 2,5x	2 bis 2,5x
Rating		BBB+	A-/BBB	A-/BBB	A-/BBB

- < Im Geschäftsbericht 2012 formuliert die Deutsche Telekom einen quantitativen Ausblick bezüglich des künftigen EBITDA für den Konzern und die Segmente und wählt zusätzlich eine übersichtliche Darstellungsform.
- < Quantitative Prognosen reichen teilweise bis 2015



Hohe Transparenz: Deutsche Telekom (Beispiel 1)

T 042

Mögliche Einflussfaktoren auf das Ergebnis.

Externer Einflussfaktor	Gegenwärtiger Trend	Ergebniswirkungen
Wettbewerbsintensität Telekommunikationssektor USA und Europa ^a	↓	-
Regulierung Mobilfunk Europa ^a	↓	-
Regulierung Festnetz Europa ^{a,b}	↑	+
Wechselkursentwicklung: USD	↔	0
Wechselkursentwicklung: europäische Währungen	↔	0
Konjunktur Europa ^a und USA	↔	0
Preisdruck in Telekommunikationsmärkten	↓	-
Inflation	↔	0
Eurokrise	↔	0
Zusatzsteuern (in Europa/USA)	↓	-
ICT-Markt	↑	+
Datenverkehr	↑	+

^a Europa inkl. Deutschland.

^b Aufgrund der von der EU-Kommission angekündigten Neuausrichtung der Festnetz-Regulierung zur Förderung von Investitionen in Breitband-Zugangsnetze erwarten wir eine Verbesserung des Trends.



↑ verbessert sich

↔ gleichbleibend

↓ verschärft sich

+ positiv

0 unverändert

- negativ

- < Zusätzlich zu den Prognosen listet die Telekom mögliche Einflussfaktoren und deren Wirkung auf das Ergebnis auf.

Mittlere Transparenz: Linde (Beispiel 2)

- < Verbesserung: Für das laufende Geschäftsjahr gibt Linde eine quantitative Ergebnisprognose ab und liefert mittelfristige Ziele.

- < *„Für das laufende Geschäftsjahr 2013 erwartet das Unternehmen unverändert, ein operatives Konzernergebnis von mindestens 4 Mrd. EUR zu erreichen. (...) Für das Geschäftsjahr 2016 strebt Linde ein operatives Konzernergebnis von 5 Mrd. EUR. an.“*

(Linde, Geschäftsbericht 2012, S. 100)

- < Im Vorjahr: *„Auf der Grundlage der aktuellen Konjunktüreinschätzungen und der derzeitigen Wechselkursverhältnisse ist es das Ziel von Linde, den Konzernumsatz in den Geschäftsjahren 2012 und 2013 weiter zu erhöhen und das operative Konzernergebnis jeweils zu verbessern.“*

(Linde, Geschäftsbericht 2011, S. 99)

Niedrige Transparenz: Beiersdorf (Beispiel 3)

Inhalte (Auswahl):

- < Der Prognosebericht von Beiersdorf wurde 2012 von zwei auf eine Seite gekürzt
- < Kein quantitativer Ausblick zur Gesamtwirtschaft und Branchenentwicklung
- < Keine quantitativen Angaben zum zukünftigen Umsatz
- < Kein quantitatives Ziel bezüglich des Konzernergebnisses für 2013
- < Keine quantitative Prognose zu Aufwendungen für F&E
- < Keine Aussage zur künftigen Finanzierungsstrategie
- < Keine Angaben zur künftigen Liquidität
- < Keine Angaben zur Dividende

Niedrige Transparenz: Beiersdorf (Beispiel 3)

- < **Unscharfer Ausblick für 2013 und 2014:** Im Geschäftsbericht vermeidet Beiersdorf einen konkreten Ausblick zum Konzernergebnis/zur Geschäftsentwicklung für die kommenden Jahre und erwartet vom Leser eine eigene Interpretation

- < *„Die operative EBIT-Umsatzrendite des Konzerns soll 2013 weiter steigen. Diese Entwicklung soll sich auch 2014 fortsetzen.“*

(Beiersdorf, Geschäftsbericht 2012, S. 44)

- < *„Im Unternehmensbereich **Consumer** wollen wir 2013 stärker als der Markt wachsen und in den folgenden Jahren ebenfalls ein Wachstum über dem Markt erreichen. Die operative EBIT-Umsatzrendite soll 2013 über dem Vorjahreswert liegen und auch im Jahr 2014 weiter steigen.“*

(Beiersdorf, Geschäftsbericht 2012, S. 44)



Niedrige Transparenz: Commerzbank (Beispiel 4)

Inhalte (Auswahl):

- < Der Prognosebericht der Commerzbank umfasst 13 Seiten, beinhaltet jedoch wenig konkrete und messbare Zielsetzungen
- < Kein quantitatives Ziel bezüglich des Konzernergebnisses für 2013
- < Keine quantitative Prognose zu Segmentergebnissen
- < Keine quantitativen Aussagen zur künftigen Finanzlage
- < Keine Angaben zur Dividende



Niedrige Transparenz: Commerzbank (Beispiel 4)

< **Keine quantitativen Angaben:** Im Prognosebericht vermeidet die Commerzbank quantitative Angaben. Dies gilt sowohl für Ergebnisprognosen des Gesamtkonzerns als auch für Angaben zur künftigen Finanzlage.

< *„In einem nach wie vor herausfordernden Konjunktur- und Kapitalmarktumfeld werden für das Jahr 2013 im Vergleich zum Vorjahr der anhaltende Ertragsdruck, die steigende Risikovorsorge sowie der investitionsbedingte Kostenanstieg auf das Operative Ergebnis wirken.“*

(Commerzbank, Geschäftsbericht 2012, S. 129)

< *„Die Bank unterhält zur Abfederung unerwarteter Liquiditätsbedürfnisse einen Liquiditätspuffer, der aus hoch liquiden zentralbankfähigen Aktiva besteht“*

(Commerzbank, Geschäftsbericht 2012, S. 126)

Kontakt/Verfasser der Studie

Klaus Rainer Kirchhoff, Vorstandsvorsitzender

Jens Hecht, CFA, Vorstand

Alexander Wilberg, CFA, Director

Kirchhoff Consult AG

Herrengraben 1

D-20459 Hamburg

T +49 40 60 91 86 0

F +49 40 60 91 86 16

info@kirchhoff.de

<http://www.kirchhoff.de>

Jürgen Kurz, Pressesprecher

Deutscher Schutzvereinigung für
Wertpapierbesitz e.V. (DSW)

Peter-Müller-Straße 14

40468 Düsseldorf

T +49 211 66 97 61

F +49 211 66 97 60

Juergen.kurz@dsw-info.de



Deutschland
Kirchhoff Consult AG
Herrengarten 1
20459 Hamburg
T +49.40.609.186.0
F +49.40.60.91.86.16
info@kirchhoff.de

www.kirchhoff.de

Kirchhoff Consult AG
Gleißmüllerstr. 28
80992 München
T +49.174.91.81.994
muenchen@kirchhoff.de

Österreich
Kirchhoff Consult AG
Zwillinggasse 1
1190 Wien
T +43.1.318.04.50
F +43.1.31804.49
kirchhoff@utanet.at

P.R. China
Kirchhoff Suzhou
Consulting & Services Co., Ltd.
28 Airport Road
Suzhou Industrial Park
Suzhou 215021

Türkei
Kirchhoff Consult
43-B Gardenya 1-2 d: 2
Atasehir-Kadiköy
Istanbul
turkey@kirchhoff.de