



Desaster oder Delle: Wie wirkt die Corona-Krise auf die Cashflows der Unternehmen?

AUTOR

Erhard Schmitt
Telefon: 0 69/91 32-47 55
research@helaba.de

REDAKTION

Stefan Rausch
Leiter Credit Research

HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

Helaba

Landesbank

Hessen-Thüringen

MAIN TOWER

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

Telefon: 0 69/91 32-20 24

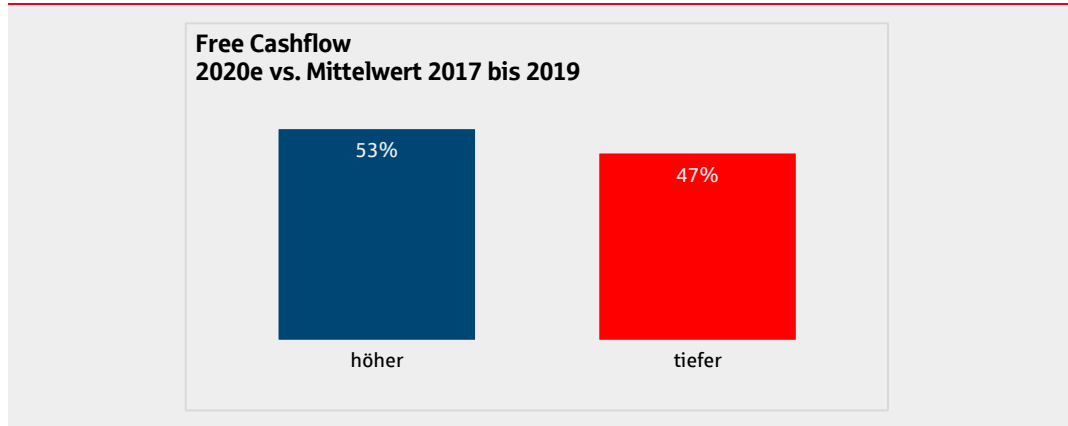
Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Die aktuelle Wirtschaftskrise wirft ein Schlaglicht auf die Innenfinanzierungskraft der Unternehmen. Eine zentrale Größe hierfür stellt der Free Cashflow dar. Er zeigt die Fähigkeit des Unternehmens, nach der Deckung des operativen Liquiditätsbedarfs zinstragende Verbindlichkeiten abzubauen.
- Grobe Anhaltspunkte zur Abschätzung dieser Größe kann unter Beachtung der vielfach ausgeprägten saisonalen Besonderheiten eine einfache Hochrechnung des im ersten Quartal erzielten Mittelzuflusses auf das Gesamtjahr 2020 bieten. Zusätzlich haben wir auf Sonderfaktoren zurückzuführende Abweichungen des bereinigten Free Cashflows vom Dreijahresmittel berücksichtigt. Im Jahresverlauf ist dabei ein Wechsel vom Krisenmodus zwischen März und Juni in den Normalmodus ab Juli unterstellt.
- Unsere Modellergebnisse für die im DAX, MDAX und SDAX gelisteten Non-Financials deuten darauf hin, dass die Unternehmen außerhalb des Finanz- und Immobiliensektors im laufenden Jahr insgesamt weiterhin klar positive Netto-Mittelrückflüsse erzielen dürften. Sie nehmen lediglich von gut 4 % auf etwa 3 % vom Umsatz ab. Sehr viele Gesellschaften bleiben somit in der Lage, ihre Schulden in angemessener Weise zurückzuführen. Konzerne, für die das nicht gilt, kommen in erster Linie aus Grundstoffsegmenten, dem Verarbeitenden und dem Konsumgütergewerbe.

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden. Die Informationen dieser Publikation stellen keine Anlageberatung dar. Anlageentscheidungen können nur auf Grundlage des Verkaufsprospektes und nach einer eingehenden Beratung durch Ihre Hausbank oder Ihren örtlichen Finanzberater getroffen werden.

Gleich starke Fraktionen mit stärkeren und schwächeren Mittelrückflüssen

Anteile der Unternehmen aus Non-Financial-Sektoren im DAX, MDAX und SDAX; Basis: Helaba-Modell



Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Bei schneller Rückkehr in den Normalmodus bleibt Cashflow robust

Der unvermittelte Stillstand der Bänder infolge der Maßnahmen zur Eindämmung der Corona-Pandemie hat die Finanzressorts der Unternehmen in eine ungeahnte Stress-Situation versetzt. Das Mantra „Nicht betriebsnotwendige Liquidität ist totes Kapital und kostet Strafzinsen“ verwandelte sich in den Notruf „Cash is King“. Schließlich ist der Mangel an flüssigen Mitteln erster Insolvenzgrund. Vor diesem Hintergrund zogen die Unternehmen freie Kreditlinien, bedienten sich am Kapitalmarkt und beantragten die freigiebig ausgegebenen KfW-Sofortdarlehen.

Free Cashflow: Ein Maß für die Schuldentilgungsfähigkeit

Definition

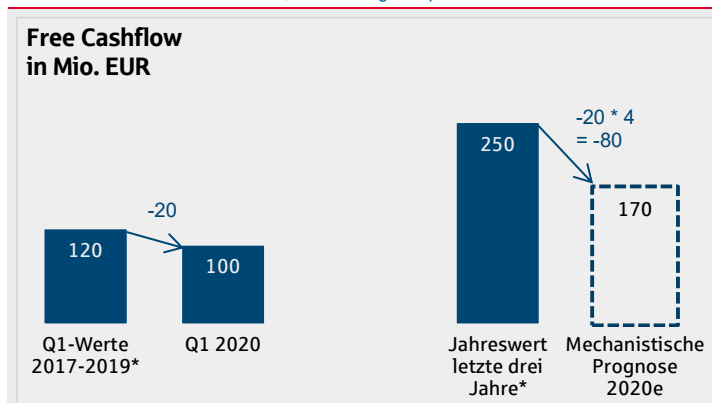
Konzernergebnis
+ Abschreibungen
- Zuschreibungen
+/- Veränderung langfristige Aktiva/Passiva
+/- Sonstige nicht zahlungswirksame Aufwendungen/Erträge
= Brutto-Cashflow
+/- Veränderung Nettoumlaufvermögen
= Operativer Cashflow
- Investitionen in Sachanlagen und Immaterielles Vermögen
= Free Cashflow

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Damit wurde in den meisten Fällen die Zahlungsfähigkeit für das laufende Jahr gesichert – um den Preis einer teilweise deutlich ausgeweiteten Fremdfinanzierung. Für Kreditgeber stellt sich somit wesentlich intensiver die Frage der Schuldentragfähigkeit ihrer Firmenkunden. Antwort gibt vor allem eine zentrale Größe: Geht man davon aus, dass sich die kritischen Schuldner bei Übernahmen und Ausschüttungen zurückhalten, ist dies der Free Cashflow. Dabei handelt es sich um den Betrag, der im Laufe eines Jahres unabhängig von Zu- und Verkaufsaktivitäten für die Schuldentilgung zur Verfügung steht. Er errechnet sich aus dem Mittelzufluss aus dem laufenden Geschäft nach Veränderung des Nettoumlaufvermögens und den Investitionen. Ein positiver Wert impliziert, dass das Unternehmen grundsätzlich in der Lage ist, seine Finanzverbindlichkeiten zurückzuführen. Ein positiver, aber rückläufiger Wert deutet darauf hin, dass sich Tilgungsmöglichkeiten reduziert haben. Im Verhältnis zu den Bruttoschulden zeigt er auf, wie viele Jahre es dauert, das zinstragende Fremdkapital vollständig zurückzuzahlen. Eine gute Schätzung für den Free Cashflow im Jahr 2020 kann wertvolle Hinweise liefern, wie robust die Bonität des Schuldners über die Krise hinweg bleiben könnte und mag auch Wegweiser für die Zeit danach sein.

Ableitung des erwarteten Free Cashflow 2020

Funktionsweise des Helaba-Modells; Berechnungsbeispiel



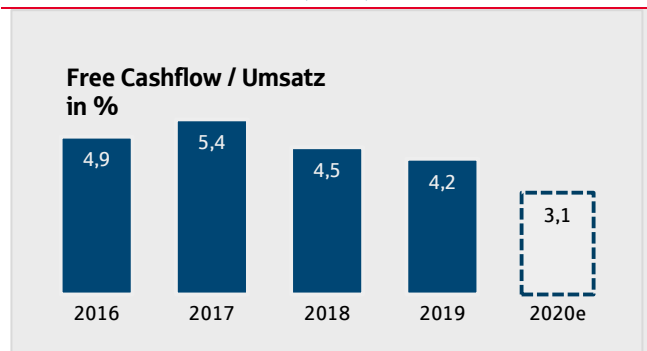
* Mittelwert; Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Beim Versuch, auf Prognosen für die relevanten Größen zurückgreifen zu wollen, stößt man allerdings auf einen eklatanten Mangel. Die Unternehmen haben ihre Ausblicke mit Verweis auf die fehlende Visibilität reihenweise zurückgezogen. Analysten sind zwar weiterhin gezwungen, Punktschätzungen abzugeben. Ihr Schwerpunkt liegt aber auf den Ergebnissen und nicht auf Kapitalflussgrößen. Auch ein plumper Vergleich mit der Wirtschaftskrise 2009 ist kaum zielführend, denn das Geschäft brach diesmal nicht aufgrund einer schlagartig ausbleibenden Nachfrage ein, sondern infolge der Zwangsschließung von Produktionsstätten und Points of Sale. Das hat teilweise völlig abweichende Auswirkungen auf den Mittelzufluss. Wurde seinerzeit durch die Abarbeitung von Auftragsbeständen viel Kapital freigesetzt, blieb es nun teils in Lagerbeständen gebunden. Das machte Finanzspritzen von außen unumgänglich, denn laufende Kosten mussten und müssen weiter getragen werden.

Um dennoch eine grobe Orientierung für die Entwicklung unserer Kerngröße zu erhalten, haben wir einen schnörkellosen algorithmischen Ansatz gewählt. Modellgrundlage ist eine simple Extrapolation der absoluten Veränderung des freien Cashflows gegenüber dem Q1-Durchschnittswert der vergangenen drei Jahre. Dieses Vorgehen trägt der Tatsache Rechnung, dass die Kapitalflüsse oftmals eine ausgeprägte Saisonkomponente aufweisen und auch im Periodenvergleich noch heftig schwanken können. Bei großen Verzerrungen, von denen angenommen werden kann, dass sie sich im Jahresverlauf wieder einebnen oder per se Einmalcharakter haben, wurde der Q1-Free-Cashflow bereinigt. Die Hochrechnung vom Quartal auf das Gesamtjahr bietet sich an, wenn man von der Annahme eines viermonatigen Krisenmodus von März bis Juni und eines anschließenden Zurückschnellens auf das Vorkrisenniveau ausgeht. Dann ist das Verhältnis aus Krise und Normalgeschäft im ersten Quartal repräsentativ für das Gesamtjahr.

Nachlassende, aber signifikant positive Rückflüsse

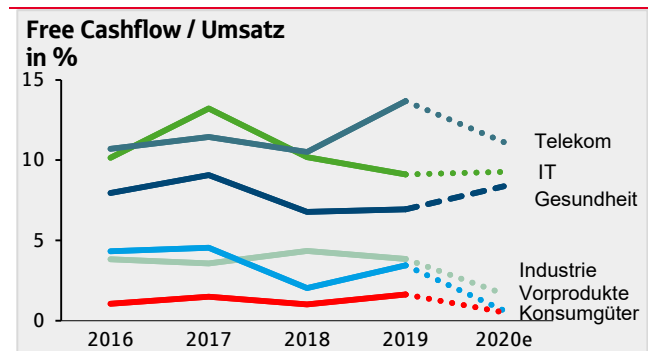
Medianwert Industrieunternehmen DAX, MDAX, SDAX*



* Nur Unternehmen, die für das erste Quartal 2020 notwendige Daten veröffentlichen
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Deutliche Zweiteilung der Unternehmenslandschaft

Medianwerte der Sektoren



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Wertet man die Industrieunternehmen aus den drei Leitindizes der Deutschen Börse auf diese mechanistische Weise aus, so errechnet sich im Median erwartungsgemäß ein schwächerer Netto-Cashflow als in den Vorjahren. Es setzt sich somit die schon seit 2017 beobachtbare Abschwächung der internen Mittelgenerierung fort. Aber hätten wir angesichts des katastrophalen Umfeldes nicht einen deutlich stärkeren Absturz erwarten müssen? Sicherlich wurde das Modell nicht mit allzu pessimistischen Annahmen gefüttert. Aber die Auswertung zeigt auch, dass die Unternehmen Maßnahmen ergreifen und Instrumente nutzen, mit denen sie eine solche Krise meistern können. Investitionskürzungen, Kostensenkungen oder die Nutzung von Lieferantenkrediten zählen dazu. Die Initiativen sind teilweise schon im vergangenen Jahr angelaufen. Schon damals strotzte die Konjunktur nicht mehr vor Gesundheit. Nun können die Maßnahmen ihre Wirkung weiter entfalten. Sie sorgen für ein Abfedern der Cashflows, während die Erträge im laufenden Jahr vermutlich stärker leiden.

Auf der Sektorebene verstärkt sich die Spreizung. Während Industrie, Stahl-, Chemie-, Grundstoff- und Konsumgüterhersteller wohl unter die in den Jahren 2016 bis 2019 erreichten Levels rutschen werden, schlägt die Krise auf Telekommunikations-, IT- und Gesundheitsunternehmen weniger bis gar nicht durch.

Zweifelsohne hängen die vorgestellten Ergebnisse sehr stark von den derzeit besonders wackeligen Modellannahmen ab. Eine zweite Infektionswelle, ein stark beschleunigter Strukturwandel oder umfassende Umbaumaßnahmen in den Lieferketten können diese sehr schnell zu Fall bringen. Aber es gibt auch Luft nach oben, z.B. bei einem schubartigen Nachholen der ausgefallenen Nachfrage im zweiten Halbjahr. Die Krise könnte auch dafür sorgen, dass sich verschärfte Kapazitätsabbaupläne leichter durchsetzen lassen. Die dadurch erzielte erheblich niedrigere Kostenbasis könnte dann Erträge und Mittelzuflüsse stärker antreiben als vermutet. ■