



Flossbach von Storch  
RESEARCH INSTITUTE

UNTERNEHMEN 28/10/2024

# Wie man Gewinne glänzen lässt

von PHILIPP IMMENKÖTTER

## Zusammenfassung

Was haben Volkswagen, Vonovia und Infineon gemein? Ihre Finanzkennzahlen funkeln schöner als die wirtschaftliche Realität. Der Grund: Subventionen.

## Abstract

What do Volkswagen, Vonovia and Infineon have in common? Their key financial figures sparkle more beautifully than the economic reality. The reason: subsidies.



Was haben Volkswagen, Vonovia und Infineon gemein? Ihre Finanzkennzahlen funkeln schöner als die wirtschaftliche Realität. Der Grund: Subventionen.

Staatliche Gelder helfen Unternehmen dabei, die Produktions-, Investitions- oder Finanzierungskosten zu senken. Mit geringeren Kosten fällt der Gewinn höher aus.

Doch wie sähe der Gewinn der Unternehmen aus, wenn sie keine Fördermittel bekommen hätten? Welchen Einfluss haben die Förderungen auf Bewertung und Finanzkennzahlen?

Um den Einfluss der Subventionen auf die Finanzkennzahlen der Unternehmen abzuschätzen, nehmen wir an, dass ein Unternehmen keine staatliche Unterstützung erhalten, jedoch dennoch die gleichen Projekte umgesetzt hätte. Es sei jedoch angemerkt, dass ein Unternehmen ohne Fördermittel möglicherweise nicht dieselben Entscheidungen getroffen hätte.

Da in Deutschland die Vergabe von Subventionen konzentriert erfolgt, betrachten wir die elf der 40 DAX-Konzerne, die nach Angaben in ihren Geschäftsberichten über die vergangenen zehn Jahre jeweils mehr als eine Milliarde Euro an Subventionen erhalten haben. Die elf Unternehmen sind BASF, BMW, Continental, Deutsche Bank, Deutsche Telekom, E.ON, Fresenius, Infineon Technologies, Mercedes-Benz Group, Volkswagen und Vonovia.

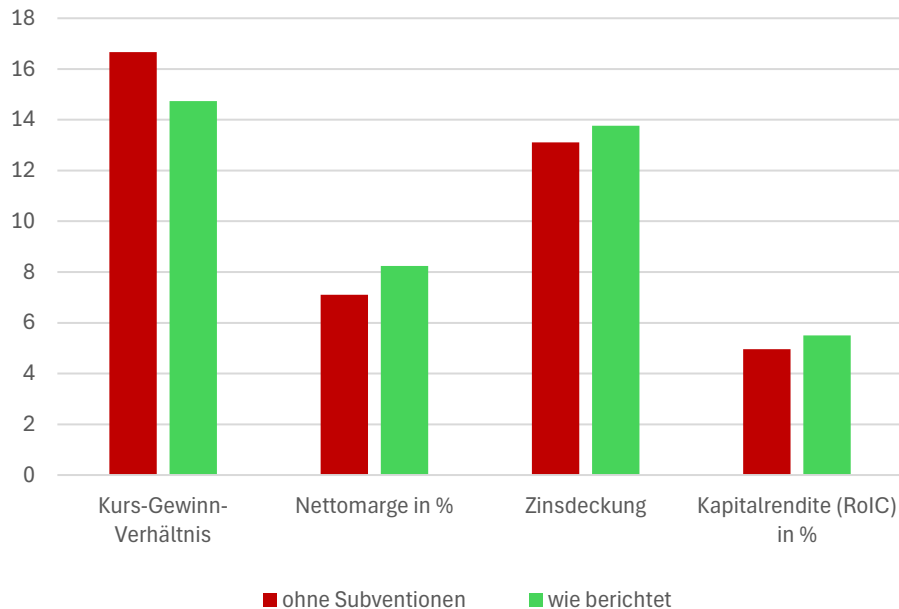
Am stärksten ist der Einfluss der Subventionen auf die Bewertung. Hierfür betrachten wir das Kurs-Gewinn-Verhältnis und setzen den Aktienkurs zum Jahresende 2023 ins Verhältnis zu dem durchschnittlichen Gewinn der vergangenen zehn Jahre. Ohne Subventionen würde im Durchschnitt die Bewertung der elf Unternehmen um 12 Prozent steigen. Waren die Unternehmen zum Ende des Jahres 2023 im Schnitt mit einem KGV von 14,7 bewertet, so würde es ohne die staatlichen Gelder lediglich bei 16,7 liegen.

Auch bei weiteren Finanzkennzahlen macht sich der Einfluss der Subventionen bemerkbar. Die Nettomarge der elf Unternehmen liegt durch die Subventionen im Durchschnitt um 1,2 Prozentpunkte höher als ohne Subventionen. In der Zinsdeckung (EBIT im Vergleich zu Zinszahlungen) erhöhen die Subventionen das Verhältnis um 0,7. Auch der Einfluss auf die Kapitalrendite ist messbar, jedoch mit einem halben Prozentpunkt gering.



## Subventionen und Bewertung

Durchschnitte für 11 stark subventionierte  
DAX-Konzerne



Anmerkung: 11 DAX-Konzerne, die in den Geschäftsjahren 2014 bis 2023 jeweils kumuliert mehr als eine Milliarde Euro an Zuwendungen der öffentlichen Hand in ihren Geschäftsberichten ausweisen. Zur Berechnung der alternativen Kennzahlen werden, die nach IAS 20 ausgewiesenen Subventionen zu den entsprechenden Gewinnkennzahlen hinzuaddiert. Kurs-Gewinn-Verhältnis ist Aktienkurs zum Jahresende 2023 im Verhältnis zum durchschnittlichen Gewinn der vergangenen 10 Jahre. Etwaige Steuereffekte werden nicht berücksichtigt. Nettomarge ist Nettogewinn durch Umsatz. Zinsdeckung ist EBIT durch Zinsaufwand. Kapitalrendite ist Nettogewinn geteilt durch durchschnittliches Eigen- und Fremdkapital des Geschäftsjahres. Quelle: Refinitiv, Geschäftsberichte. Stand: 07.10.2024.

Die Subventionspolitik in Deutschland und der EU trägt dazu bei, dass die Finanzkennzahlen deutscher Konzerne besser aussehen, als sie tatsächlich sind. Zwar bewirken Subventionen kurzfristig einen Wettbewerbsvorteil für die Unternehmen, langfristig können jedoch Ineffizienzen entstehen, die Unternehmen träge und unprofitabel machen.

Anleger sollten bei ihrer Investitionsentscheidung stets die Subventionen im Auge behalten, die ein Unternehmen bekommen hat. Subventionen können den Finanzkennzahlen einen Lack verpassen, der die Unternehmen besser aussehen lässt, als sie es in der Tat sind.



## 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 SE 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 SE selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch SE. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch SE 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 SE**

© 2024 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch SE, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com); *Geschäftsführende Direktoren* Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Schafföner, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk; *Vorsitzender des Verwaltungsrats* Kurt von Storch; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 120 796 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de); *Autor* Dr. Philipp Immenkötter  
*Redaktionsschluss* 15. Oktober 2024