



Formelsammlung Cashflow-Analyse

Die relevanten Cashflow-Größen plus Herleitung

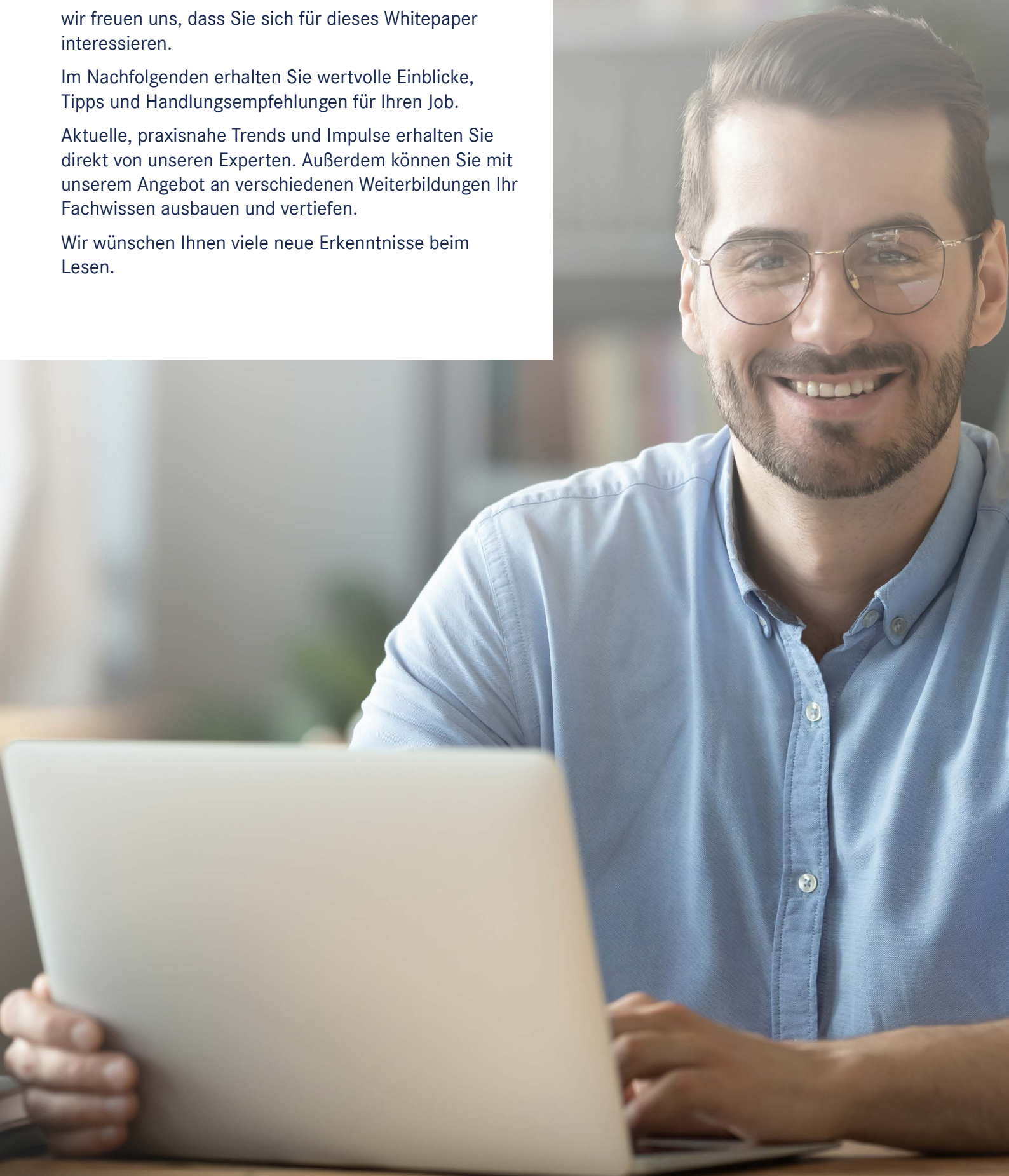
Sehr geehrte Leser*innen,

wir freuen uns, dass Sie sich für dieses Whitepaper interessieren.

Im Nachfolgenden erhalten Sie wertvolle Einblicke, Tipps und Handlungsempfehlungen für Ihren Job.

Aktuelle, praxisnahe Trends und Impulse erhalten Sie direkt von unseren Experten. Außerdem können Sie mit unserem Angebot an verschiedenen Weiterbildungen Ihr Fachwissen ausbauen und vertiefen.

Wir wünschen Ihnen viele neue Erkenntnisse beim Lesen.



Cashflow-Analyse von Corporates: Zentrale Cashflows und Ratios

Prof. Dr. Christian Tallau

Wichtige Cashflow-Größen

Die Cashflow-Analyse ist ein wesentlicher Bestandteil der Unternehmensanalyse, sowohl im Rahmen des Credit Risk Managements wie auch für die Equity-Analyse.

Tabelle 1 zeigt für die Risikoanalyse relevante wesentliche Cashflow-Größen.

EBITDA
- Ertragsteuerzahlungen
- Zinszahlungen
+/- Andere Non-Cash-Items
= Funds from Operations („Erfolgswirksamer Cashflow“; „Cash Earnings“)
- Veränderung Working Capital
= Cashflow from Operations (Operativer Cashflow)
- Investitionsauszahlungen
= Free Operating Cashflow
- Ausschüttungen
= Discretionary Cashflow

Tabelle 1: Wesentliche Cashflow-Größen für die Risikoanalyse

Ausgehend vom **EBITDA** lässt sich als erste tatsächliche Cashflow-Größe der **Funds from Operations (FFO)** ableiten. Dazu werden vom EBITDA Steuer- und Zinszahlungen saldiert sowie ggf. andere relevante nicht zahlungswirksame Aufwendungen und Erträge korrigiert (z. B. Veränderungen der langfristigen Rückstellungen). Diese mitunter auch als „**Erfolgs-**

Über den Autor



Prof. Dr. Christian Tallau

Professor Tallau hat über 25 Jahre Erfahrungen im Kreditgeschäft. Er ist Professor für Finanzwirtschaft an der Münster School of Business (MSB) der FH Münster und Leiter des Instituts für Kreditanalyse (IfK). Professor Tallau war als Unternehmensberater bei McKinsey & Company tätig und hatte operative finanzielle Führungspositionen bei der Bilfinger SE inne.

wirksamer Cashflow“ bzw. „**Cash Earnings**“ bezeichnete Größe gibt den Cashflow des betrieblichen Bereichs an, allerdings noch vor Mittelbindungen bzw. -freisetzungen im Working Capital. Nach Saldierung der Veränderung des Working Capital (Mittelbindungen im Working Capital reduzieren den Cashflow, Mittelfreisetzungen erhöhen diesen) ergibt sich der Cashflow from Operations, der den Finanzmittelfluss der operativen Geschäftstätigkeit angibt.

Nach Saldierung der Investitionen in das Anlagevermögen erhält man den **Free (Operating) Cashflow**. Dieser Cashflow stellt den für die Kapitalgeber potenziell freien Mittelfluss dar (soweit positiv). Ist dieser negativ, so zeigt der Free Cashflow den Finanzmittelbedarf, der durch Außenfinanzierung (Finanzkredite und Anleihen sowie Eigenkapitalerhöhungen) bzw. durch Reduktion verfügbarer liquider Mittel zu finanzieren ist. Nach Saldierung der Ausschüttungen an die Eigenkapitalgeber erhält man schließlich den **Discretionary Cashflow**, welcher (soweit positiv) zur Tilgung von Fremdkapital bzw. zur Erhöhung der Liquidität zur Verfügung steht.

Kapitaldienstfähigkeit

Zur Beurteilung der Kapitaldienstfähigkeit ist der geplante Kapitaldienst mit dem für Kapitaldienst freien Cashflow (**Debt Service Cashflow, DSC**) zu vergleichen (Tabelle 2). Ausgehend vom EBITDA sind nachhaltige Zins- und Beteiligungserträge sowie Ertragsteuern zu berücksichtigen, womit sich das EBIDA ergibt. Die zur nachhaltigen Sicherung des EBIDA notwendigen Investitionen in das Anlagevermögen sowie die unverzichtbaren Ausschüttungen reduzieren den DSC. Können erwartete zukünftige Mittelbindungen im Working Capital nicht anderweitig (z. B. durch nicht tilgungsfordernde Kontokorrentkredite) finanziert werden, kann hier in Einzelfällen auch eine Reduktion des DSC angebracht sein.

EBITDA (adj.)	
+	Cash-wirksame Zins- und Beteiligungserträge
-	Ertragsteuerzahlungen
=	EBIDA
-	Notwendige Investitionen (Instandhaltung / Ersatz)
-	Unverzichtbare Ausschüttungen
-	(zusätzliche Mittelbindung im Working Capital)
=	Debt Service Cashflow (DSC)

Tabelle 2: Ableitung Debt Service Cashflow

Cashflow-orientierte Beurteilung der Verschuldung

Auf Basis des DSC lässt sich die barwertige Verschuldungskapazität des Unternehmens ableiten, indem der DSC über einen akzeptablen Entschuldungszeitraum T mit dem für das Fremdkapital zu zahlenden Zinssatz i diskontiert wird:

$$\text{Verschuldungskapazität} = \sum_{t=1}^T \frac{DSC_t}{(1+i)^{-t}}$$

Typischerweise wird für ein Unternehmens im Investment-Grade-Bereich eine Entschuldungsdauer von sieben Jahren zur Berechnung der Verschuldungskapazität angenommen. Als Obergrenze für die Verschuldungskapazität gilt eine Entschuldungsdauer auf Basis des DSC in Höhe von 15 Jahren.

International hat sich zur Beurteilung der Verschuldung die Analyse **dynamischer Verschuldungsgrade (Payback-Ratios)** sowie ergänzend von **Zinsdeckungsgraden (Interest-Coverage-Ratios)** durchgesetzt. Diese Größen sind auch als **Financial Covenants** äußert beliebt. Beim dynamischen Verschuldungsgrad wird der (Netto-)Verschuldung des Unternehmens eine relevante Cashflow-Größe gegenübergestellt, um eine fiktive Entschuldungsdauer zu berechnen, innerhalb derer das Unternehmen die Verschuldung unter gleichen Bedingungen aus dem Cashflow zurückführen könnte. Tabelle 3 zeigt wichtige primäre Ratios sowie ergänzende Kennzahlen.

	Verschuldungsgrad	Zinsdeckungsgrad
Primäre Ratios	$\frac{(\text{Netto-})\text{verschuldung}}{\text{EBITDA}}$	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Zinsen}}$
	$\frac{(\text{Netto-})\text{verschuldung}}{(\text{Funds from Operations})}$	$\frac{\text{FFO}}{\text{Zinsen}}$
Ergänzende Ratios	$\frac{(\text{Netto-})\text{verschuldung}}{(\text{Cashflow from Operations})}$	
	$\frac{(\text{Netto-})\text{verschuldung}}{(\text{Free Operating Cashflow})}$	
	$\frac{(\text{Netto-})\text{verschuldung}}{(\text{Discretionary Cashflow})}$	

Tabelle 3: Kennzahlen zur Beurteilung der Verschuldung

Typischerweise wird bei Corporates für ein Investment-Grad-Rating ein Verschuldungsgrad auf Basis des EBITDA von bis zu 3x als noch akzeptabel angesehen. Als oberer Grenzwert kann ein Faktor von 6x bis 8x gelten. Für solche Unternehmen ist die Verschuldungskapazität mit Erreichen dieses Grenzwerts im Regelfall ausgeschöpft (Besonderheiten können gelten für Immobilienunternehmen sowie sonstige

Unternehmen mit vergleichsweise sehr stabilen Cashflows). Für den Zinsdeckungsgrad auf Basis des EBITDA wird häufig eine Untergrenze von 2x sowie für ein Investment Grade-Rating eine Deckung von mehr als 6x gefordert.

Praxiswissen für Ihren Erfolg im Job

Erfahren Sie in unseren Weiterbildungen praktisches und aktuelles Know-how zu unterschiedlichen Themen der Kredit- und Bonitätsanalyse sowie Kreditvergabe und Finanzierung.
[Jetzt informieren.](#)

e-Learning – Klicken und Lernen

Das FORUM Institut bietet mit hochwertigen e-Learning-Programmen eine flexible Weiterbildungsform. Entscheiden Sie selbst, wann und wo Sie lernen.
[Jetzt testen.](#)

Inhouse-Seminare – Maßgeschneiderte Lösungen

Alle unsere Seminare eignen sich auch hervorragend als Inhouse-Training.
Jetzt individuelles [Angebot anfordern.](#)