

Finanzmanagement

Schüler

3. Auflage 2025
ISBN 978-3-8006-7623-1
Vahlen

schnell und portofrei erhältlich bei
beck-shop.de

Die Online-Fachbuchhandlung beck-shop.de steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.

beck-shop.de hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird beck-shop.de für sein umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

- Den aktiven bzw. passiven Rechnungsabgrenzungsposten belassen wir für alle Prognoseperioden beim Wert der Periode t_0 , also 134 Mio. € bzw. 84 Mio. €.

Nachfolgende Tabelle zeigt die entsprechenden Quotienten der letzten Jahre sowie deren Mittelwerte, die der Planung zugrunde liegen werden (Arbeitsblatt „Annahmen“).

	A	B	C	D	E	F
37		-3	-2	-1	0	Mittelwert
38	Investitionen in Finanzanlagen in % NOCF		15,1%	34,0%	34,7%	28,0%
39	Vorräte (RHB-Stoffe) in % Umsatzerlöse	1,1%	1,7%	0,7%	0,9%	1,1%
40	Forderungen aus Lieferungen und Leistungen in % Umsatzerlöse	6,8%	6,9%	6,6%	6,9%	6,8%
41	Sonstige Forderungen und sonstiges Vermögen in % Umsatzerlöse	3,6%	3,8%	5,5%	5,6%	4,6%
42	Pensionsrückstellungen in % Personalaufwand	1,9%	2,0%	2,6%	2,8%	2,3%
43	Steuerrückstellungen in % EBT	38,6%	46,1%	42,6%	40,5%	41,9%
44	Sonstige Rückstellungen in % Umsatzerlöse	13,4%	13,2%	12,0%	11,8%	12,6%
45	Erhaltene Anzahlungen in % Umsatzerlöse	5,5%	8,3%	7,4%	7,0%	7,1%
46	Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen in % Materialaufwand	46,0%	45,8%	44,0%	44,5%	45,1%
47	Sonstige Verbindlichkeiten in % Aufwand	2,0%	1,2%	2,0%	0,8%	1,5%
48						
49	Abschreibungsfaktor d mit $d_t = Ab_t / (SAV_{t-1} + 0,5I_t)$					
50	Abschreibungen		9,4%	9,1%	9,2%	9,2%

Die Abschreibungen planen wir pragmatisch anhand des Abschreibungsfaktors (d):

$$d_t = \frac{Ab_t}{SAV_{t-1} + \frac{I_t}{2}}$$

Das Abschreibungsvolumen der Periode t wird auf die Summe aus Sachanlagevermögen zu Beginn der Periode und die Hälfte der Investitionen in Sachanlagen der Periode t bezogen. Der Abschreibungsfaktor d (Zeile 50) beträgt durchschnittlich 9,2%. Wir setzen diesen Mittelwert für die Prognose ein.

2.4.8 Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik

Es schadet nicht, innezuhalten und zu fragen, welches Ergebnis unsere Planbemühungen bislang geliefert haben. Ein Blick auf Abbildung 2-13 zeigt, dass der Free Cashflow bei Eigenfinanzierung (Unlevered FCF) ab dem Jahr 4 einen beträchtlichen Kapitalbedarf ausweist (Arbeitsblatt „FCF“).⁴² Zur Berechnung sei angemerkt, dass wir in Zeile 16 die Unternehmensteuern direkt auf das operative Betriebsergebnis bezogen haben; wir kürzen also nicht – wie in der externen Rechnungslegung üblich – den Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit undifferenziert um die gesamten Unternehmensteuern.

⁴² Bei genauerem Hinsehen erkennt man, dass die dort genannten Cashflows *nach* Finanzerträgen definiert sind, die aber davon abhängen, welche der gleich zu diskutierenden Finanzierungs- und Ausschüttungsstrategien gewählt wird.

A	B	F	G	H	I	J	K	L	M	N
5	Mio. €	1	2	3	4	5	6	7	8	9
6	Umsatzerlöse	2.859	3.000	3.146	3.296	3.450	3.610	3.775	3.944	4.119
7	+ Sonstige betriebliche Erträge	130	137	145	152	161	169	178	188	198
8	= Gesamtertrag	2.990	3.137	3.290	3.448	3.611	3.779	3.953	4.132	4.317
9	- Personalaufwand	1.205	1.265	1.326	1.389	1.454	1.522	1.591	1.663	1.736
10	- Materialaufwand	509	534	560	587	614	642	672	702	733
11	- Sonstiger betrieblicher Aufwand	269	282	296	310	324	339	355	371	387
12	= EBITDA	1.006	1.057	1.109	1.162	1.218	1.276	1.335	1.397	1.461
13	- Abschreibungen Sachanlagen	403	425	447	480	535	606	670	716	730
14	= Betriebsergebnis (EBIT)	603	632	662	683	683	669	665	681	731
15									=N12-N13	
16	- Unternehmensteuern	241	253	265	273	273	268	266	272	292
17									=su*N14	
18	= Net Operating Profit after Tax (NOPAT)	362	379	397	410	410	402	399	409	439
19									=N14-N16	
20	+ Abschreibungen Sachanlagen inkl. Immaterielles Vermögen	403	425	447	480	535	606	670	716	730
21	-/+ Zunahme/Abnahme des Net Working Capital	64	77	45	41	47	20	22	37	55
22	= Net Operating Cashflow (NOCF)	829	881	889	931	991	1.028	1.091	1.162	1.224
23									=N18+N20+N21	
24	+ Finanzerträge nach Steuern	45	109	117	124	149	145	136	135	138
25	+ Tax Shield auf Abschreibungen Finanzanlagen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
26	-/+ Investitionen in das/Desinvestitionen von Sachanlagevermögen	-630	-640	-680	-930	-1.220	-1.400	-1.200	-1.122	-610
27	-/+ Finanzanlagevermögen	-232	-246	-248	-260	-277	-287	-305	-325	-342
28	= Free Cashflow bei Eigenfinanzierung (Unlevered FCF)	12	104	78	-135	-356	-514	-278	-151	409

Abbildung 2.13: Unlevered FCF

Auslöser des Kapitalbedarfs sind die Investitionen in eine neue Start- und Landebahn sowie in ein neues Terminal. Vor dem Hintergrund dieser Investitionsvolumina ist zu entscheiden, wie der resultierende Finanzierungsbedarf gedeckt und wie mit den in anderen Planjahren auftretenden Überschüssen umgegangen wird. Grundsätzlich haben wir uns mit diesem Problem bereits in Abschnitt 2.3 beschäftigt.

Für unsere Fallstudie wollen wir drei Fälle unterscheiden, die in der entsprechenden Excel-Datei (Arbeitsblatt „Annahmen“) durch Ankreuzen gewählt werden können. Die Finanzplanung wird dann der gewählten Strategie folgend erstellt.

	A	B
59	Strategie	Bitte eine ankreuzen (x)
60	Investitionen und Fremdfinanzierung vorgegeben; residuale Dividende	
61	Investitionen u. Dividenden vorgegeben; Ausgleich über Fremdfinanzierung	
62	Investitionen u. Dividenden vorgegeben; Ausgleich über Kapitalerhöhung	x

Die entsprechenden Vorgaben für Tilgungen, von den Eigentümern gewünschte Dividenden und ggf. durchgeführte Kapitalerhöhungen sind:

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
64	ggf. relevante Vorgaben	1	2	3	4	5	6	7	8	9
65	Tilgungen	100	100	100	100	100	100	100	100	100
66	Wunschdividenden	30	50	50	55	60	70	75	90	90
67	Eigenkapitalerhöhungen	2.000	0	0	800	0	0	0	0	0

Es ist jetzt unsere Aufgabe bzw. Aufgabe des Managements, die drei Alternativen zu prüfen. Wir tun dies zunächst vor dem Hintergrund einer Eigenkapitalerhöhung. Wie obige Zusammenstellung – realistischerweise – zeigt, unterstellen wir nicht mehrere Kapitalerhöhungs-„Häppchen“, sondern gehen von einer großen Kapitalerhöhung im ersten und einer nachfolgenden, kleineren Kapitalerhöhung im vierten

Planjahr aus. Realitätsnähe kann man diesem Vorgehen deswegen zusprechen, weil die Transaktionskosten bei einer Kapitalerhöhung in zwei großen Blöcken niedriger sind als die bei kleinerer Stückelung.

2.4.9 Weitere Annahmen

Weitere Annahmen sind:

- Verschuldungszinssatz = 6,5 %
- Risikolose Rendite bzw. risikoloser Anlagezinssatz = 5 % auf die liquiden Mittel
- Unternehmensteuersatz $s_U = 40\%$
- Abschreibungen auf Finanzanlagen fallen aus ex-ante-Sicht nicht an.
- Die Rendite auf Finanzanlagen beträgt in Periode t_0 8 %. Diesen Satz setzen wir auch in allen Planungsperioden bei der Berechnung der Beteiligungserträge an.

2.4.10 Finanzplan bei (Eigen)Kapitalerhöhung

Wir unterstellen zunächst, dass die in den Kreditverträgen fixierten Tilgungen die weitere Entwicklung des Fremdkapitalbestands vorgeben und keine weiteren Kreditaufnahmen geplant sind. Die (Alt)Eigentümer haben zudem Dividendenvünsche geäußert, die das Unternehmen erfüllen will. Wenn Fremdfinanzierung und Dividendenzahlungen – das Investitionsprogramm steht ohnehin nicht zur Debatte – vorgegeben sind, bleibt in diesem Szenario eben nur eine Erhöhung des Eigenkapitals bei Kapitalbedarf und eine Erhöhung der liquiden Mittel bzw. Finanzanlagen im Falle eines Zahlungsüberschusses.⁴³

Für alle Strategien wird zunächst, ausgehend vom NOCF, der Unlevered Free Cashflow hergeleitet. Beispielsweise erhalten wir bei Kapitalerhöhung für das Jahr 1 folgende Überleitung:

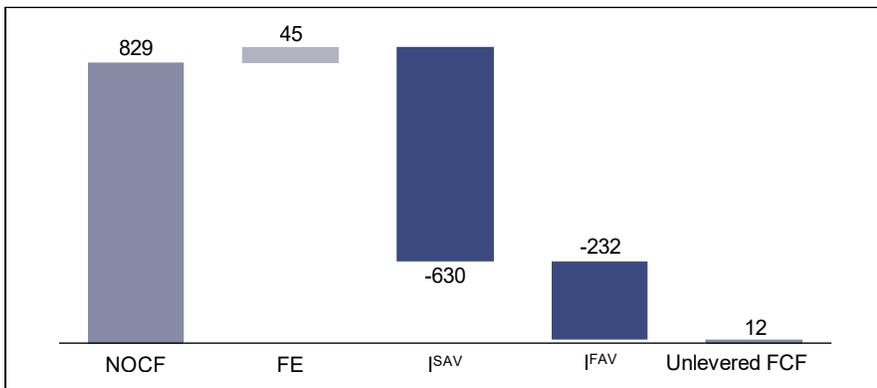


Abbildung 2.14: Free Cashflow Airport SE

⁴³ Falls Ihnen die Annahmen dieses Szenarios nicht gefallen – kein Problem: Kreuzen Sie in der mitgelieferten Excel-Datei, Arbeitsblatt „Annahmen“, eine andere Strategie an.

Der operative Cashflow (NOCF) zuzüglich Finanzerträge (FE) reicht also in $t = 1$ aus, um die Investitionen in Sachanlagen und Finanzanlagen (Beteiligungen) zu finanzieren. Ausgehend vom Unlevered Free Cashflow berechnen wir den Levered Free Cashflow (Arbeitsblatt „FCF“).

A	B	F	G	H	I	J	K	L	M	N
5	Mio. €	1	2	3	4	5	6	7	8	9
18	= Net Operating Profit after Tax (NOPAT)	362	379	397	410	410	402	399	409	439
19										
20	+ Abschreibungen Sachanlagen inkl. Immaterielles Vermögen	403	425	447	480	535	606	670	716	730
21	+/- Zunahme/Abnahme des Net Working Capital	64	77	45	41	47	20	22	37	55
22	= Net Operating Cashflow (NOCF)	829	881	889	931	991	1.028	1.091	1.162	1.224
23										
24	+ Finanzerträge nach Steuern	45	109	117	124	149	145	136	135	138
25	+ Tax Shield auf Abschreibungen Finanzanlagen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
26	+/- Investitionen in das/Desinvestitionen von Sachanlagevermögen	-630	-640	-680	-930	-1.220	-1.400	-1.200	-1.122	-610
27	+/- Investitionen in das/Desinvestitionen von Finanzanlagevermögen	-232	-246	-248	-260	-277	-287	-305	-325	-342
28	= Free Cashflow bei Eigenfinanzierung (Unlevered FCF)	12	104	78	-135	-356	-514	-278	-151	409
29										
30	- Zinsaufwand	162	155	149	142	136	129	123	116	110
31	+ Tax Shield	65	62	59	57	54	52	49	46	44
32	+/- Aufnahme/Tilgung von verzinslichem Fremdkapital	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100
33	- Veränderung liquide Mittel	-1.785	139	162	-424	598	762	527	410	-153
34										
35										
36	= Free Cashflow bei Fremdfinanzierung (Levered FCF)	-1.970	50	50	-745	60	70	75	90	90
37										
38										
39	+ Dividendenzahlung	30	50	50	55	60	70	75	90	90
40	- Kapitalerhöhung	-2.000	0	0	-800	0	0	0	0	0
41										

In den Jahren 1 und 4 ist der Levered FCF negativ; die resultierende Netto-Kapitaleinlage (1.970 Mio. € im Jahr 1; 745 Mio. € im Jahr 4) ist jeweils kleiner als das Volumen der geplanten Eigenkapitalerhöhung (2.000 Mio. € in t_1 ; 800 Mio. € in t_4), da parallel die Wunschdividende (30 Mio. € in t_1 ; 55 Mio. € in t_4) gezahlt wird. Das mag unrealistisch klingen, ist es aber nicht. Denn Dividendenzahlungen sind auch in Jahren, in denen eine Kapitalerhöhung stattfindet, beobachtbar. Das mag daran liegen, dass die Zeitspanne zwischen Dividententermin und Termin der Kapitalerhöhung auch innerhalb eines Jahres beträchtlich sein kann. Wahrscheinlichere Ursache dürfte aber das Bemühen um konstante Dividendenzahlungen sein. Darauf kommen wir im Kapitel zur Ausschüttungspolitik zurück.

In unsere Finanzplanung haben wir den Rückgriff auf liquide Mittel bei der Überleitung vom Unlevered zum Levered FCF eingebaut. Dies ist beim Szenario Kapitalerhöhung deswegen von besonderer Relevanz, da das Einsammeln eines großen Betrags im Jahr 1 zu prall gefüllten Kassen führt, aus denen in den Folgejahren die Investitionen finanziert werden. Die Unlevered FCF folgen hier weitgehend dem Residualprinzip: Überschüsse werden ausgeschüttet und Defizite (Jahr 4 bis Jahr 8) durch Kapitalerhöhungen gedeckt.⁴⁴ Abbildung 2-15 stellt die Unlevered und Levered Free Cashflows zusammenfassend dar.

⁴⁴ Lediglich *weitgehend*, da die Zinserträge, die Teil des Unlevered FCF sind, von der Anlage der im Rahmen der Kapitalerhöhung eingesammelten Beträge abhängen.

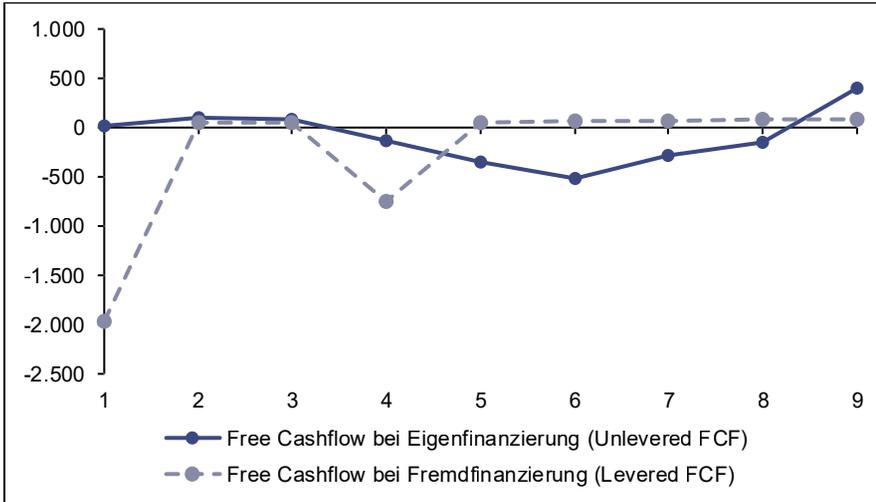


Abbildung 2.15: Free Cashflows bei Kapitalerhöhung

2.4.11 Plan-GuV, Planbilanzen und geplante Cashflow-Statements bei Kapitalerhöhung

Wie schon unser Beispiel im Abschnitt 2.2 klar machen sollte, liefert die Plan-GuV zentrale Größen wie Umsätze und diverse Aufwandspositionen an die FCF-Berechnung, die dann über das Net Working Capital (NWC) auf Zahlungswirksamkeit getrimmt werden. Da das Ergebnis vor Steuern – mit Blick (nicht nur) auf das deutsche Steuersystem – vereinfachend als steuerliche Bemessungsgrundlage dient, bietet die Plan-GuV grundsätzlich auch den Rahmen für die Berechnung der Unternehmensteuer. Wie vorhin bereits kurz erwähnt, haben wir bei der FCF-Berechnung zwischen operativen und nicht-operativen Unternehmensteuern differenziert.⁴⁵

	A	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O
5 Mio. €		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
20 Betriebsergebnis (EBIT)		616	603	632	662	683	683	669	665	681	731	=N17-N19
21												
22 Erträge aus Beteiligungen		33	55	73	93	113	134	156	179	203	229	=ri*Bilanz!M8
23 Zinsertrag		7	20	109	102	94	115	86	47	21	1	=rF*Bilanz!M14
24 Abschreibungen auf Finanzanlagen		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	=abfa*Bilanz!M8
25 Zinsaufwand		140	162	155	149	142	136	129	123	116	110	=rd*Bilanz!M33
26 Finanzergebnis		-100	-87	27	46	65	113	112	103	108	120	=N22+N23-N24-N25
27												
28 Ergebnis vor Steuern (EBT)		517	516	659	709	747	797	781	768	789	851	=N20+N26
29 Unternehmensteuern		207	206	264	283	299	319	312	307	316	340	=su*N28
30 Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag		310	310	395	425	448	478	469	461	473	510	=N28-N29

In den Planbilanzen führen die Kapitalerhöhungen auf der Aktivseite zu einer Erhöhung der liquiden Mittel, die dann peu à peu zur Finanzierung des Investi-

⁴⁵ In der Summe werden aber exakt die gleichen Unternehmensteuern verrechnet, denn es gilt z. B. für das Jahr 1: 241 (Steuern auf das Betriebsergebnis; FCF!F16) + 30 (Steuern auf den Zinsertrag = 0,4 · (55+20); F24 bzw. GuV!F22 und GuV!F23) – 65 (Steuerersparnis auf den Zinsaufwand; FCF!F31) = 206 (GuV!F29).

tionsprogramms abgebaut werden. Auf der Passivseite erhöhen sich Gezeichnetes Kapital und Kapitalrücklagen. Der Eigenkapitalausweis erfolgt nach sog. teilweiser Gewinnverwendung, d. h. im Bilanzgewinn wird der Teil des Jahresüberschusses des laufenden Geschäftsjahrs ausgewiesen, der im Folgejahr – ein entsprechendes Plazet der Hauptversammlung vorausgesetzt – ausgeschüttet werden soll. Der restliche Jahresüberschuss erhöht die Gewinnrücklagen. Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten sinken wegen der geplanten Tilgungen i. H. v. 100 Mio. € p. a. Die Entwicklung aller anderen GuV- und Bilanzgrößen folgt aus den in den Abschnitten 2.4.7 bis 2.4.9 getroffenen Annahmen.

	A	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N
1 Bilanz											
2 Investitionen u. Dividenden vorgegeben; Ausgleich über Kapitalerhöhung											
3 =WENN(ResD="x";Annahmen!A60;WENN(!F="x";Annahmen!A61;Annahmen!A62))											
4											
5 Mio. €		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
6 AKTIVA											
7 Sachanlagen		4.048	4.275	4.490	4.724	5.174	5.859	6.653	7.182	7.589	7.469
8 Finanzanlagen		683	915	1.161	1.409	1.669	1.947	2.234	2.539	2.864	3.206
9 Anlagevermögen		4.731	5.189	5.651	6.133	6.843	7.806	8.887	9.721	10.452	10.674
10											=N8+N7
11 Vorräte		25	32	34	35	37	39	40	42	44	46
12 Forderungen aus Lieferungen u. Leistungen		192	195	204	214	224	235	246	257	268	280
13 Sonstige Forderungen und sonstiges Vermögen		156	133	139	146	153	160	167	175	183	191
14 Liquide Mittel		399	2.185	2.046	1.884	2.308	1.710	949	422	12	165
15 Umlaufvermögen		772	2.544	2.423	2.279	2.723	2.144	1.402	896	507	683
16											=N11+N12+N13+N14
17 Aktiver RAP		84	84	84	84	84	84	84	84	84	84
18											
19 Bilanzsumme		5.587	7.817	8.158	8.496	9.650	10.034	10.373	10.702	11.043	11.441
20											=N9+N15+N17
21											
22 PASSIVA											
23 Gezeichnetes Kapital & Kapitalrücklage		1.000	3.000	3.000	3.000	3.800	3.800	3.800	3.800	3.800	3.800
24 Gewinnrücklagen		930	1.190	1.535	1.906	2.294	2.702	3.096	3.466	3.850	4.270
25 Bilanzgewinn / -verlust		30	50	50	55	60	70	75	90	90	90
26 Eigenkapital		1.960	4.240	4.585	4.961	6.154	6.572	6.971	7.356	7.740	8.160
27											=N23+N24+N25
28 Pensionsrückstellungen		31	28	29	31	32	34	35	37	39	40
29 Steuerrückstellungen		209	216	276	297	314	334	328	322	331	357
30 Sonstige Rückstellungen		328	350	360	378	396	415	435	455	476	497
31 Rückstellungen		568	594	666	706	742	783	798	814	845	894
32											=N28+N29+N30
33 Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten		2.488	2.388	2.288	2.188	2.088	1.988	1.888	1.788	1.688	1.588
34 Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen		227	229	241	252	264	277	290	303	316	330
35 Sonstige Verbindlichkeiten		15	30	32	33	35	36	38	40	42	43
36 Erhaltene Anzahlungen		194	202	212	222	232	243	255	266	278	290
37 Verbindlichkeiten		2.924	2.849	2.772	2.696	2.620	2.545	2.470	2.397	2.324	2.253
38											=N33+N34+N35+N36
39 Passiver RAP		134	134	134	134	134	134	134	134	134	134
40											
41 Bilanzsumme		5.587	7.817	8.158	8.496	9.650	10.034	10.373	10.702	11.043	11.441
42											=N26+N31+N37+N39
43 Kontrolle		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
44											=N19-N41

Der Vollständigkeit halber finden Sie nachfolgend auch das Cashflow-Statement (Kapitalflussrechnung) unter der Annahme der Eigenkapitalerhöhung. Wie üblich ist diese im Gegensatz zu unserer FCF-Berechnung, die *direkt* mit den Umsatzerlösen beginnt, *indirekt* aufgebaut, d. h. ausgehend vom Jahresüberschuss werden nicht zahlungswirksame Aufwendungen addiert, nicht zahlungswirksame Erträge subtrahiert sowie im Jahresüberschuss nicht erfasste Ein- und Auszahlungen berück-

sichtig. Wichtiger Kontrollschritt ist immer, ob sich die resultierende Veränderung der liquiden Mittel auch in der Veränderung des entsprechenden Aktivpostens der Planbilanz wiederfindet. Das ist erfreulicherweise so.

	A	B	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O
1		Cashflow-Statement										
2		Investitionen u. Dividenden vorgegeben; Ausgleich über Kapitalerhöhung										
3		=WENN(ResD="x";Annahmen!A60;WENN(ff="x";Annahmen!A61;Annahmen!A62))										
4												
5		Mio. €	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
6		Jahresüberschuss/Jahresfehlbetrag	310	310	395	425	448	478	469	461	473	510
7												
8	+/	Abschreibungen/Zuschreibungen Sachanlagen	386	403	425	447	480	535	606	670	716	730
9	+/	Abschreibungen/Zuschreibungen Finanzanlagen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
10	+/	Zunahme/Abnahme der langfristigen Rückstellungen	3	-3	1	1	1	2	2	2	2	2
11												
12	+/	Zunahme/Abnahme der kurzfristigen Rückstellungen	42	29	71	38	35	40	13	15	29	47
13	-/+	Zunahme/Abnahme des Umlaufvermögens	-35	14	-18	-18	-19	-19	-20	-21	-21	-22
14		Vorräte	-5	-7	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
15		Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	-18	-3	-10	-10	-10	-11	-11	-11	-12	-12
16		Sonstiges Vermögen	-11	24	-7	-7	-7	-7	-7	-8	-8	-8
17		Aktiver RAP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
18	+/	Zunahme/Abnahme der Verbindlichkeiten	0	25	23	23	24	25	26	27	27	28
19		Erhaltene Anzahlungen	0	7	10	10	11	11	11	12	12	12
20		Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	22	3	11	12	12	12	13	13	14	14
21		Sonstige Verbindlichkeiten	-22	15	1	2	2	2	2	2	2	2
22		Passiver RAP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
23	=	Mittelzufluss/-abfluss aus laufender Geschäftstätigkeit	707	777	897	917	970	1.059	1.095	1.153	1.226	1.295
24								=O6+SUMME(O8:O10)+O12+O13+O18				
25												
26	+/	Investitionen in das/Desinvestitionen von Anlagevermögen	-743	-862	-886	-928	-1.190	-1.497	-1.687	-1.505	-1.447	-952
27	=	Mittelzufluss/-abfluss aus der Investitionstätigkeit	-743	-862	-886	-928	-1.190	-1.497	-1.687	-1.505	-1.447	-952
28												
29	+	Eigenkapitalerhöhung	0	2.000	0	0	800	0	0	0	0	0
30		=WENN(ResD="x";WENN(O23+O27+O35+Bilanz!M14<0;-(O23+O27+O35+Bilanz!M14);0);Annahmen!J67)										
31												
32	-	Dividenden	-40	-30	-50	-50	-55	-60	-70	-75	-90	-90
33		=WENN(ResD="x";WENN(O23+O27+O35>0;-(O23+O27+O35);0);Annahmen!J66)										
34												
35	+/	Aufnahme/Tilgung von verzinslichem Fremdkapital	338	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100
36	=	Mittelzufluss/-abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	298	1.870	-150	-150	645	-160	-170	-175	-190	-190
37		=O29+O32+O35										
38		Veränderung liquide Mittel	262	1.785	-139	-162	424	-598	-762	-527	-410	153
39		Bestand liquide Mittel (Jahresende)	399	2.185	2.046	1.884	2.308	1.710	949	422	12	165
40												
41		Kontrolle	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
42		=O23+O27+O36-O38										

2.4.12 Free Cashflows bei residualer Ausschüttung und bei Fremdfinanzierung

Entscheidet man sich für die residuale Ausschüttung oder wählt man den Bestand des Fremdkapitals als abhängige Variable, hat dies deutliche Auswirkungen auf die Finanzplanung.

Im ersten Fall erfolgt die Deckung des Kapitalbedarfs, der sich in den Jahren 3 bis 8 ergibt, durch jährliche Eigenkapitalerhöhungen in diesem Zeitraum. Dass dies aus Kostengründen suboptimal sein dürfte, haben wir oben bereits erwähnt. Eine Dividendenzahlung ist erst im Jahr 9 vorgesehen. Die Tilgung i. H. v. 100 Mio. € p. a. ist eingebaut. Fraglich ist, ob die Eigentümer mit diesem Dividendenverzicht zuzüglich laufender Kapitalerhöhungen (H40:M40) zu Gunsten kontinuierlicher Tilgungen (F32:N32) einverstanden wären.

A	B	F	G	H	I	J	K	L	M	N
1	Free Cashflow									
2	Investitionen und Fremdfinanzierung vorgegeben; residuale Dividende									
3	=WENN(ResD="x";Annahmen!A60;WENN(ff="x";Annahmen!A61;Annahmen!A62))									
4										
5	Mio. €	1	2	3	4	5	6	7	8	9
6	Umsatzerlöse	2.859	3.000	3.146	3.296	3.450	3.610	3.775	3.944	4.119
7	+ Sonstige betriebliche Erträge	130	137	145	152	161	169	178	188	198
8	= Gesamtertrag	2.990	3.137	3.290	3.448	3.611	3.779	3.953	4.132	4.317
9	- Personalaufwand	1.205	1.265	1.326	1.389	1.454	1.522	1.591	1.663	1.736
10	- Materialaufwand	509	534	560	587	614	642	672	702	733
11	- Sonstiger betrieblicher Aufwand	269	282	296	310	324	339	355	371	387
12	= EBITDA	1.006	1.057	1.109	1.162	1.218	1.276	1.335	1.397	1.461
13	- Abschreibungen Sachanlagen	403	425	447	480	535	606	670	716	730
14	= Betriebsergebnis (EBIT)	603	632	662	683	683	669	665	681	731
15									=N12-N13	
16	- Unternehmensteuern	241	253	265	273	273	268	266	272	292
17									=su*N14	
18	= Net Operating Profit after Tax (NOPAT)	362	379	397	410	410	402	399	409	439
19									=N14-N16	
20	+ Abschreibungen Sachanlagen inkl. Immaterielles Vermögen	403	425	447	480	535	606	670	716	730
21	+/- Zunahme/Abnahme des Net Working Capital	64	36	44	44	38	33	38	48	64
22	= Net Operating Cashflow (NOCF)	829	840	888	933	982	1.041	1.107	1.173	1.232
23									=N18+N20+N21	
24	+ Finanzerträge nach Steuern	45	50	56	67	80	93	107	122	137
25	+ Tax Shield auf Abschreibungen Finanzanlagen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
26	- Investitionen in das/Desinvestitionen von Sachanlagevermögen	-630	-640	-680	-930	-1.220	-1.400	-1.200	-1.122	-610
27	+/- Investitionen in das/Desinvestitionen von Finanzanlagevermögen	-232	-235	-248	-261	-275	-291	-310	-328	-344
28	= Free Cashflow bei Eigenfinanzierung (Unlevered FCF)	12	15	16	-190	-433	-557	-295	-155	415
29										
30	- Zinsaufwand	162	155	149	142	136	129	123	116	110
31	+ Tax Shield	65	62	59	57	54	52	49	46	44
32	+/- Aufnahme/Tilgung von verzinslichem Fremdkapital	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100
33	- Veränderung liquide Mittel	185	178	37	0	0	0	0	0	0
34									=-Cf-Statement!O38	
35										
36	= Free Cashflow bei Fremdfinanzierung (Levered FCF)	0	0	-137	-376	-614	-735	-469	-325	249
37									=N28-N30+N31+N32+N33	
38										
39	+ Dividendenzahlung	0	0	0	0	0	0	0	0	249
40	- Kapitalerhöhung	0	0	-137	-376	-614	-735	-469	-325	0
41									=WENN(KE="x";-Annahmen!J67;WENN(N36<0;N36;0))	

In Abbildung 2-16 stellen wir die Free Cashflows bei Eigen- und bei Fremdfinanzierung – jeweils bei residualen Ausschüttungen – zusammenfassend dar.⁴⁶ Aufgrund des Kapitaldienstes einschließlich der vertragsgemäßen Tilgungen unterschreiten die Levered FCF die Unlevered FCF. Hervorgehoben sei nochmals, dass eine Reihe von Kapitalerhöhungen notwendig sind, um die Expansion und die Tilgungen zu finanzieren. Es könnte plausibler scheinen, auf Tilgungen während des Flughafenbaus zu verzichten.

⁴⁶ Bilanz, GuV und CF-Statement für alle Planjahre finden Sie im Anhang, Abschnitt 2.9.2.