

# Finanzwirtschaftliche Situation der kommunalen Versorger und Konzerne – Stabilität im Niedrigzinsumfeld

Aktualisiertes, kennzahlenbasiertes Benchmarking 2009–2018  
für Energieversorger und ihre kommunalen Konzerne



## **Finanzwirtschaftliche Situation der kommunalen Versorger und Konzerne – Stabilität im Niedrigzinsumfeld**

Herausgegeben von der PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Von Bernd Papenstein, Andreas Rams, Marcel Eilrich, Zane Dravante, Nadine Weuschek und Diana Schira

August 2020, 52 Seiten, 35 Abbildungen, Softcover

Alle Rechte vorbehalten. Vervielfältigungen, Mikroverfilmung, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sind ohne Zustimmung des Herausgebers nicht gestattet.

Die Inhalte dieser Publikation sind zur Information unserer Mandanten bestimmt. Sie entsprechen dem Kenntnisstand der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Für die Lösung einschlägiger Probleme greifen Sie bitte auf die in der Publikation angegebenen Quellen zurück oder wenden sich an die genannten Ansprechpartner. Meinungsbeiträge geben die Auffassung der einzelnen Autoren wieder. In den Grafiken kann es zu Rundungsdifferenzen kommen.

# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis .....	4
Abkürzungsverzeichnis .....	5
<b>A Zusammenfassung .....</b>	<b>6</b>
<b>B Zielsetzung und Methodik .....</b>	<b>10</b>
1 Zielsetzung .....	10
2 Methodik .....	10
3 Annahmen .....	13
<b>C EVU-Kennzahlenanalyse .....</b>	<b>14</b>
1 Auswahl relevanter Kennzahlen .....	14
2 Gewinn-und-Verlust-Rechnung – Ertragslage und Rentabilität.....	15
2.1 Umsatz.....	16
2.2 EBITDA .....	17
2.3 EBIT .....	19
3 Bilanz – Investitionen .....	20
3.1 Anlagenquote .....	20
3.2 Investitionsverhalten .....	21
3.3 Finanzierung von Anlagenwachstum .....	22
4 Bilanz – Kapitalstruktur .....	25
4.1 Eigenkapitalquote.....	25
4.2 Ausschüttungsquote .....	28
4.3 Finanzverbindlichkeitenquote.....	29
5 Liquidität und Cashflows – Schuldendeckungsfähigkeit .....	30
5.1 Einfacher Cashflow.....	32
5.2 Residual-Cashflow .....	33
5.3 Freier Cashflow.....	34
5.4 Zinsdeckungsgrade.....	35
5.5 Dynamischer Verschuldungsgrad .....	38
6 Tabellarische Zusammenfassung wesentlicher Kennzahlen .....	41
<b>D Marktzins versus Rentabilitätsentwicklung von EVU.....</b>	<b>42</b>
<b>E Finanzierung aus kommunaler Konzernsicht .....</b>	<b>46</b>
1 Analyse der EVU-Konzerne.....	46
2 Ausgewählte Finanzierungskennzahlen aus der kommunalen Konzernbenchmark .....	47
Ihre Ansprechpartner .....	50

# Abbildungsverzeichnis

Abb. 1	Erarbeitung und Umsetzung einer zweckmäßigen Finanzierungsstruktur für Energieversorger und kommunale Konzerne.....	9
Abb. 2	Aufbau der vorliegenden Studie.....	11
Abb. 3	Überblick über indikative Richtwerte zu ausgewählten Finanzkennzahlen.....	15
Abb. 4	Nettoumsatzwachstum im Zeitverlauf von 2012–2018 .....	16
Abb. 5	EBITDA-Marge im Zeitverlauf von 2011–2018.....	17
Abb. 6	Entwicklung des EBITDA sowie der Umsatzerlöse in den Jahren 2017 und 2018 .....	18
Abb. 7	EBIT-Marge im Zeitverlauf von 2011–2018.....	20
Abb. 8	Anlagenquote im Zeitverlauf von 2009–2018.....	20
Abb. 9	Anlagenwachstum pro Jahr im Zeitverlauf von 2011–2018.....	21
Abb. 10	Investitionsquote im Zeitverlauf von 2012–2018 .....	22
Abb. 11	Entwicklung des Anlagevermögens und der Bankverbindlichkeitenquote in den Jahren 2017 und 2018 .....	23
Abb. 12	Wirtschaftliche Eigenkapitalquote im Zeitverlauf von 2009–2018.....	26
Abb. 13	Bilanzielle Eigenkapitalquote im Zeitverlauf von 2009–2018.....	26
Abb. 14	Häufigkeitsverteilung der Eigenkapitalquote im Jahr 2018.....	27
Abb. 15	Ausschüttungsquote im Zeitverlauf von 2011–2018 .....	28
Abb. 16	Häufigkeitsverteilung der Ausschüttungsquote im Jahr 2018 im Vergleich zum Jahr 2011 in kumulierten Werte .....	29
Abb. 17	Finanzverbindlichkeitenquote im Zeitverlauf von 2009–2018.....	29
Abb. 18	Liquiditätskennzahlen der Jahre 2017 und 2018 im Überblick .....	32
Abb. 19	Einfacher Cashflow zur Verschuldung .....	32
Abb. 20	Residual-Cashflow zur Verschuldung.....	33
Abb. 21	Freier Cashflow zur Verschuldung .....	34
Abb. 22	EBITDA-Zinsdeckungsgrad im Zeitverlauf von 2009–2018 .....	36

Abb. 23	EBIT-Zinsdeckungsgrad im Zeitverlauf von 2011–2018 .....	37
Abb. 24	Dynamischer Verschuldungsgrad im Zeitverlauf von 2009–2018 .....	39
Abb. 25	Häufigkeitsverteilung des dynamischen Verschuldungsgrads (2018).....	40
Abb. 26	Tabellarische Kennzahlzusammenfassung (Gesamtpanel), EVU-Panel 2011–2018 .....	41
Abb. 27	Kapitalmarktzins in Deutschland im Zeitraum 2005–2019 .....	42
Abb. 28	Zinsaufwand in Relation zum Jahresüberschuss .....	43
Abb. 29	Entwicklung der Eigenkapitalquote in den Jahren 2012–2016 unter Annahme eines konstanten Zinssatzes in Höhe von durchgängig 5,0 % .....	44
Abb. 30	Korrelation des Verhältnisses von Zinsdeckungsgrad zum Marktzinsniveau im Zeitverlauf von 2009–2018.....	45
Abb. 31	Exemplarische Darstellung des kommunalen Konzerns.....	46
Abb. 32	Dynamischer Verschuldungsgrad im kommunalen Konzern 2015–2018 .....	47
Abb. 33	Bilanzielle Eigenkapitalquote im kommunalen Konzern 2015–2018 ....	48
Abb. 34	Bilanzielle Finanzverbindlichkeitenquote im kommunalen Konzern von 2015–2018 .....	48
Abb. 35	Entschuldungsdauern in der EVU-Benchmark und im kommunalen Konzern 2018.....	49

## Abkürzungsverzeichnis

CAGR	compound annual growth rate (durchschnittliche jährliche Wachstumsrate)
EBIT	earnings before interests and taxes (Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
EVU	Energie- und Versorgungsunternehmen, Energieversorgungsunternehmen

# A Zusammenfassung

Finanzwirtschaftliche Analyse von 300 kommunalen Energie- und Versorgungsunternehmen für den Zeitraum von 2009 bis 2018

PwC analysiert seit 2014 in laufender Folge die Finanz- und Ertragslagen kommunaler Energie- und Versorgungsunternehmen (EVU). Die letzte entsprechende Dokumentation ist im September 2018 in der veröffentlichten Studie *Krise abgesagt? Finanzierungsverhältnisse kommunaler Versorger und Konzerne* erfolgt. An diese Analyse knüpft die hier vorliegende Studie an. Ziele der benannten Studienreihe sind die Darstellung und Analyse der finanzwirtschaftlichen Verhältnisse der betreffenden Branche sowie die Ableitung von Orientierungswerten für die – mögliche – unternehmerische Steuerung der einzelnen Unternehmen.

Die laufende Analyse der Finanz- und Ertragslagen der betreffenden Unternehmen zielt darauf ab, ausgehend von der Schnittstelle zwischen den sich abzeichnenden Finanzstrukturen und den Ertragsverhältnissen detaillierte Betrachtungen in beide Richtungen vorzunehmen. Einerseits ist vielfach anzunehmen, dass solide Ertragsverhältnisse zu besseren finanziellen Verhältnissen führen (können). Andererseits erscheint auch nachvollziehbar, dass solide finanzielle Verhältnisse zu besseren Ertragsverhältnissen führen (können). Mit in die Betrachtung einzubeziehen sind einzelne Besonderheiten der Branche der EVU wie insbesondere die hier vorherrschenden Gesellschafterstrukturen, die damit verbundenen – mindestens abgeleiteten – Bonitäten sowie die im Durchschnitt hohen Ausschüttungsquoten bei gleichzeitig hohen Investitions- und Finanzierungsbedarfen.

In der vorliegenden Analyse werden ausgewählte Finanzkennzahlen zum einen als Indikator für die finanz- und ertragswirtschaftliche Situation und Entwicklung der betrachteten Energie- und Versorgungswirtschaft verwendet. Zum anderen eignet sich die abgeleitete Kennzahlenstruktur auch als Referenz für die Bewertung der Finanz- und Ertragslage eines individuellen EVU im Vergleich zu seiner Branche.

Wie ihre Vorgänger fußt die vorliegende Untersuchung auf den im Bundesanzeiger veröffentlichten Jahresabschlüssen der analysierten Branchenunternehmen. Letzter Stichtag der verwendeten Daten ist hier der 31. Dezember 2018. Zwischenzeitlich liegt hier eine den Zeitraum von acht Jahren<sup>1</sup> umfassende Zahlenreihe vor.

Als wesentliche Analyseergebnisse für die Wirtschaftsjahre 2017 und 2018 sind im Hinblick auf das betrachtete EVU-Panel festzuhalten:

Die EBITDA-Marge liegt im Jahr 2017 nahezu auf Vorjahresniveau; 2018 ist sie jedoch leicht rückgängig.

Das höhere Ergebnisniveau der EVU, das sich von 2015 bis 2017 abzeichnet, flacht im Jahr 2018 wieder ab. Die im Jahr 2018 gesunkenen Betriebsergebnisse, gemessen anhand des Ergebnisses vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation, EBITDA), führen zu einem Rückgang der EBITDA-Marge von 14,6 % (2017) auf 13,5 % (2018). Das Wachstum der Nettoumsätze ist 2018 auf dem Niveau des Vorjahrs, die EBITDA-Werte sinken dagegen um durchschnittlich 3,0 %. Die sichtbare Belastung der EBITDA-Margen ist unter anderem auf den Anstieg der Beschaffungspreise an den Großhandelsmärkten zurückzuführen.

<sup>1</sup> Einzelwerte der Zahlenreihe verfügen über eine Zeitspanne von zehn Jahren (2009 bis 2018); die vollständigen Analysen sind über eine Zeitspanne von acht Jahren (2011 bis 2018) dargestellt.

Nachdem die ausgewiesenen Finanzschulden im Jahr 2017 genauso wie im Vorjahr gesunken sind, nehmen sie in den EVU-Bilanzen im Jahr 2018 wieder zu. Die Bruttofinanzschulden steigen im Durchschnitt um 1,1 % (2018), wobei die Nettofinanzschulden nach Verrechnung mit freien Kassenbeständen zum Bilanzstichtag einen noch stärkeren Anstieg ausweisen (+2,0 %). Dieser Verlauf hängt insbesondere mit einem geringeren Wachstum des bilanziellen Eigenkapitals im Vergleich zum Vorjahr zusammen (+3,3 % 2017; +2,6 % 2018). Andererseits ist im Jahr 2018 ein gegenüber den Vorjahren gestiegenes Investitionsvolumen festzustellen (+0,8 %). Das Anlagevermögen der EVU steigt auch in den Jahren 2017 und 2018 weiter an (+2,0 % 2017; +2,5 % 2018).

Die Finanzverschuldung nimmt im Jahr 2018 im Gegensatz zu 2017 leicht zu. Die Eigenkapitalquote steigt im Jahr 2017 weiter an; ein leichter Rückgang erfolgt 2018.

Nach einer Stabilisierung der Finanzierungsstruktur im Jahr 2017 infolge einer Erhöhung der bilanziellen Eigenkapitalquote um 2,2 Prozentpunkte auf 36,5 % sowie einer Reduktion der Finanzverbindlichkeitenquote auf 41,9 % entwickeln sich die entsprechenden Finanzkennzahlen im Jahr 2018 wiederum leicht gegenläufig. Die Eigenkapitalquote sinkt auf 36,1 %. Der Anstieg der Finanzschulden führt zu einer Erhöhung der Finanzverbindlichkeitenquote auf 42,2 %.

Während die Entwicklung der Passivseite im Jahr 2017 zu einer Verbesserung der Finanzkennzahlen führte, ist im Jahr 2018 wieder ein Anstieg der Finanzverschuldung zu verzeichnen.

Die in den Finanzanalysen von Unternehmen als besonders aussagekräftig gewertete Kennzahl des – dynamischen – Verschuldungsgrads als Verhältnis von Finanzverbindlichkeiten zum EBITDA steigt im Median von 2,3x im Jahr 2017 auf 2,4x im Jahr 2018 und befindet sich damit immer noch auf einem guten Niveau. Infolge eines tendenziell weiter sinkenden Marktzinsniveaus steigt der Zinsdeckungsgrad – als Verhältnis des EBITDA zum Zinsaufwand – der EVU trotz absolut gesteigener Finanzierungsvolumina über die Jahre laufend an. Während der betreffende Wert im Jahr 2009 noch bei 8,6x liegt, steigt er bis zum Jahr 2018 auf 13,1x an. Dies belegt das Sinken der Kreditfinanzierungskosten in Relation zum operativen Ergebnis der EVU. Der für die Bildung der betreffenden Kennzahl herangezogene Zinsaufwand ist in der vorliegenden Studie für alle Jahre um nicht unmittelbar liquiditätswirksame Effekte aus der Aufzinsung von Rückstellungen bereinigt.

Freie Cashflows sind trotz eines Rückgangs im Jahr 2018 immer noch positiv.

Im Jahr 2018 ist ein deutlicher Anstieg der Ausschüttungsquote der EVU beobachtbar (+4,1 Prozentpunkte gegenüber 2017). In Verbindung mit leicht gestiegenen Investitionsvolumina – bei +0,8 % im Jahr 2018 gegenüber dem Vorjahr – führt dies dazu, dass die freien Cashflows nach positiver Entwicklung in den Jahren 2016 und 2017 nun wieder sinken. Diese Kenngröße ist wichtig für die Analyse der Entwicklung des Kapitalbedarfs und die Bewertung der Schuldendienstfähigkeit. Die Cashflow-Deckungsquote, die als Verhältnis der freien Cashflows zu den Bruttofinanzschulden gemessen wird, ist dabei weiterhin – allerdings nur – knapp positiv (0,1 %).

Der Abstand zwischen Unternehmen mit besonders hoher und denen mit besonders niedriger Finanzierungsstabilität nimmt im Vergleich zu den Vorjahren leicht zu.

Die Spanne zwischen besonders guten und besonders schlechten Finanzlagen innerhalb der Branche der betrachteten EVU verstärkt sich zuletzt tendenziell wieder. Der Anteil der Unternehmen mit Eigenkapitalquoten unter dem Schwellenwert von 25 % liegt 2018 bei 11,4 % (13,1 % im Jahr 2017). Der Anteil der EVU mit dynamischen Verschuldungsgraden größer 4,0x steigt deutlich von 18,6 % (2017) auf 22,4 % (2018). Auch die hier ausgewiesene mittlere Streuung um den Medianwert nimmt für die Mehrheit der berechneten Kennzahlen seit 2016 zu. Entsprechend stellen sich die Verhältnisse einzelner Unternehmen – verborgen hinter der hier vorgenommenen Mittelwertbetrachtung – differenzierter dar. Erklärungen für die betreffenden Unterschiede liegen – neben anderen – in den vorzufindenden Unternehmensgrößen sowie auch den Bedingungen des jeweils regionalen Marktumfelds.

Das anhaltende Niedrigzinsumfeld wirkt sich – im Verlauf mehrerer Jahre – nunmehr sichtbar auf die Finanzkennzahlen der EVU aus.

Insgesamt verbessern sich die Finanz- und Ertragskennzahlen 2017 – jedoch rückläufiger Effekt 2018.

Die Finanzlage der kommunalen Konzerne ist im Jahr 2018 weiterhin schwach; die Finanzkennzahlen der EVU verbesserten sich zuletzt.

Im Verlauf der vergangenen zehn Jahre vollzog sich auf den Finanzmärkten ein deutlicher Zinsrückgang; der Kapitalmarktzins ist von 3,2 % im Jahr 2009 auf 0,4 % im Jahr 2018 gesunken. Diese Zinsreduktion entlastet die Gewinn- und-Verlust-Rechnungen der EVU merklich und ermöglicht – mindestens mittelbar – zu Teilen deren Ausschüttungen bei dann gleichzeitig dennoch stabilisierter Kapitalstruktur. Auf der Grundlage des niedrigen Zinsniveaus sind die Anforderungen vieler EVU an Investitionsrenditen – immerhin teilweise – gesunken, was sich voraussichtlich auch in zukünftigen Ertragsverhältnissen niederschlagen könnte.

Die hier nun zum dritten Mal ergänzend vorgenommene Analyse der kommunalen Konzerne stützt die Analyseergebnisse aus den Vorjahren. Insbesondere aufgrund der schwächeren Finanz- und Ergebnisrelationen von Tochtergesellschaften außerhalb der klassischen Versorgungsbranche fallen im Jahr 2018 die Kennzahlen aus der Konzernbenchmark deutlich schwächer aus als im Vorjahr. Im Jahr 2017 weisen die Tochterunternehmen, deren Tätigkeiten außerhalb der Versorgungsaktivitäten liegen, merklich bessere Ergebnisse als im Jahr 2016 aus. Im Jahr 2018 ist dieser Effekt jedoch bereits wieder rückläufig.

Im Jahr 2018 erhöht sich aufgrund des im Querschnitt annähernd doppelt so hohen Konzern-Sachanlagevermögens das Konzern-Gesamtfinanzierungsvolumen entsprechend. In den Konzernen wird ein relativ höherer Anteil durch Verbindlichkeiten finanziert, sodass die mittlere Konzern-Eigenkapitalquote weiterhin kleiner (32,2 % gegenüber 36,1 % im EVU-Panel) und die Konzern-Finanzverbindlichkeitenquote hingegen höher (49,5 % gegenüber 41,9 % im EVU-Panel) ausfällt. Im Vergleich zum Jahr 2017 haben sich die Kennzahlen 2018 allerdings wie bei den EVU insgesamt etwas verschlechtert.

Das EBITDA auf Konzernebene liegt im Jahr 2018 durchschnittlich etwas über dem mittleren EVU-EBITDA (Faktor 1,22), die höhere Konzern-Finanzverschuldung kann aber nicht kompensiert werden, sodass der dynamische Konzern-Verschuldungsgrad deutlich höher liegt (4,0x gegenüber 2,4x im EVU-Panel). Für rund ein Viertel der Konzerne fallen die Jahresergebnisse im Jahr 2018 negativ aus.

Aus dem Verhältnis von Konzern-Bruttofinanzschulden und den nach Ausschüttungen zur Verfügung stehenden Konzern-Cashflows kann für das Jahr 2018 eine im Vergleich zum Vorjahr leicht angestiegene – theoretische – Konzern-Entschuldungsdauer von 6,2 Jahren abgeleitet werden. Bezogen auf die eingesetzten Bankschulden liegt die Konzern-Entschuldungsdauer bei 5,1 Jahren.

Im Überblick über den Verlauf der Kennzahlen von 2009 bis 2018 ist im Durchschnitt eine Stabilisierung der Finanzverhältnisse der EVU festzustellen. Im Verlauf stiegen tendenziell die Betriebsmargen und die Eigenkapitalquoten verbesserten sich. Zu beachten sind die gleichzeitig etablierten hohen Ausschüttungsquoten der EVU, die die Innenfinanzierungskraft der betreffenden Unternehmen begrenzen. Werden die Entschuldungsdauern anhand der Cashflows statt der EBITDAs abgeleitet, fallen diese deutlich länger aus.<sup>2</sup> Schließlich stellen sich die Konzernzahlen im Durchschnitt schlechter dar als die der einzelständigen EVU.

<sup>2</sup> Dieser Effekt ist den jeweiligen Berechnungsgrundlagen geschuldet. Während der dynamische Verschuldungsgrad über die Relation des EBITDA zu den Nettofinanzschulden berechnet wird, werden bei den Cashflow-Deckungsgraden die entsprechenden Cashflows in das Verhältnis zu den Bruttofinanzschulden gesetzt, die die ausgewiesenen liquiden Mittel nicht berücksichtigen. Im Jahr 2018 betrug die Differenz zwischen den Brutto- und den Nettofinanzschulden – das heißt die liquiden Mittel – 12,8 %.



### Zielsetzung

Ableitung zweckmäßiger Finanzierungsstrategien – systematische finanzielle Bestandsaufnahme als erster Schritt im strukturierten Finanzierungsprozess.

Angesichts des beachtlichen Investitions- und folglich Finanzierungsbedarfs steigen in der Branche der EVU die damit einhergehenden Anforderungen. Vor diesem Hintergrund unterstützt PwC die kommunalen und kommunalnahen Unternehmen mit Finanzierungs- und Branchenexpertise aus einer Hand.

**Abb. 1 Erarbeitung und Umsetzung einer zweckmäßigen Finanzierungsstruktur für Energieversorger und kommunale Konzerne**

#### Eigenliquidität

- Welche Liquidität steht auf den Konzernstufen heute und in Zukunft zur Verfügung?
- Wie kann diese genutzt und wie soll sie an bedürftige Finanzierungsnehmer verteilt werden?
- Wie hoch sind die Finanzierungstragfähigkeit und Bonität auf den einzelnen Konzernstufen?
- Welcher Finanzierungsbedarf ist aktuell und im Planungszeitraum zu schließen?
- Welchen Einfluss haben strategische Handlungsoptionen und Ziele auf die erwartete Finanz- und Ertragslage, wie sind diese finanzwirtschaftlich zu bewerten?

#### Nebenbedingungen

- Welche haushalts- bzw. aufsichtsrechtlichen Auflagen sind zu beachten?
- Bestehen sonstige rechtliche Restriktionen, z.B. im Hinblick auf das EU-Beihilferecht?
- Können diese überwunden werden?



#### Handlungsoptionen am Markt

- Welche Finanzierungsbedingungen (im Hinblick auf Finanzierungspartner, -bereitschaft, -ausgestaltung) sind auf den einzelnen Konzernstufen zu erwarten?
- Sind Finanzierungsobergrenzen (Obligos) der Finanzierungspartner für den Gesamtkonzern zu berücksichtigen?
- Mit welchen Zinskosten ist zu rechnen, bestehen Möglichkeiten der Zinsarbitrage zur Gesamtkostenreduktion aus Konzernsicht?
- Welche kommunalen und kommunalnahen Fördermittel und Sondervermögen kommen infrage?

#### Ausgestaltung der Finanzierung

- Welche Produkte eignen sich zur Umsetzung einer wirtschaftlich zweckmäßigen Finanzierungsstruktur?
- Welche (möglichst fristenkongruenten) Laufzeiten, Tilgungsverläufe, Zinsbindungen kommen infrage?
- Evaluation von Kassenkrediten und langfristigen Darlehen, u. a. vor dem Hintergrund langfristiger Zinsicherheit

Sofern Sie mehr über Ihre individuelle Position in der hier vorliegenden Studienbenchmark erfahren möchten oder weiteres Interesse an einer Einwertung Ihres Unternehmens in dem „Stadtwerke Strategiereport“ haben, kontaktieren Sie uns einfach: [andreas.rams@pwc.com](mailto:andreas.rams@pwc.com)

# B Zielsetzung und Methodik

## 1 Zielsetzung

Ziel der vorliegenden Studie ist erstens die umfassende deskriptive Darstellung und Analyse der Finanz- und Ertragslage von kommunalen EVU in Deutschland. Das zweite verfolgte Ziel ist die Interpretation und Einordnung der Ergebnisse der gezeigten Auswertungen. Drittens soll diese Studie schließlich den betreffenden Unternehmen eine Orientierung für die Verfolgung von belastbaren Kennzahlenstrukturen in der eigenen Praxis liefern.

Mit Blick auf die verfolgten Zielsetzungen wird die vorliegende integrierte Analyse anhand wesentlicher Finanzkennzahlen der Ertragslage, Bilanz- und Kapitalstruktur sowie der Liquidität von EVU durchgeführt. Das gewählte Untersuchungsdesign ermöglicht dann individuellen EVU, eine Benchmarkanalyse ihres Unternehmens anhand der ausgearbeiteten Branchendurchschnittswerte vorzunehmen. Darüber hinaus werden Grenzwerte relevanter Finanzkennzahlen aus der Sicht externer (Fremd-)Kapitalgebern vorgestellt, die Hinweise auf die aus Kapitalgebersicht wünschenswerte Richtung dieser Kennzahlen liefern.

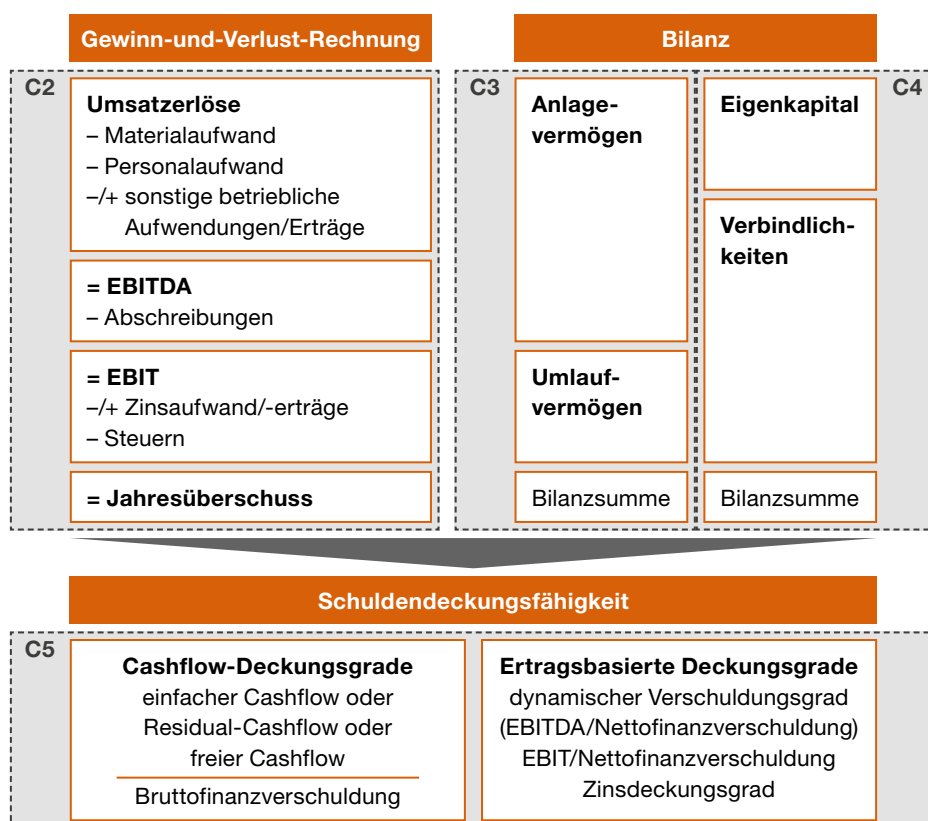
## 2 Methodik

### Fortführung der Benchmarkanalyse von 300 EVU und 75 kommunalen Konzernen

Grundlage der vorgenommenen Auswertungen sind die im Bundesanzeiger veröffentlichten Jahresabschlüsse von 300 mehrheitlich kommunalen EVU sowie – ergänzend – von 75 Konzernjahresabschlüssen. In beiden betrachteten Kategorien werden entsprechend nicht die vollständigen Grundgesamtheiten betrachtet, sondern stattdessen eine jeweils solide repräsentative Stichprobe. Grundsätzlich sind sämtliche betrachteten Daten über einen Zeitraum von acht Jahren verfügbar, das heißt, absolute Werte werden im Zeitablauf von 2011 bis 2018 dargestellt und Veränderungsraten entsprechend im Zeitablauf von 2012 bis 2018. Mithilfe einer vorhandenen weiteren Datenbasis sind vereinzelt Finanzkennzahlen über einen längeren Zeitraum von zehn Jahren verfügbar. Für die Konzernanalysen sind Daten über einen Zeitraum von drei Jahren, das heißt von 2015 bis 2018, vorhanden.

Die folgende Analyse durchschreitet drei Ebenen, wie in Abbildung 2 verdeutlicht werden soll. Sie beginnt mit der Gewinn-und-Verlust-Rechnung und betrachtet hier insbesondere die Ertragskraft und Rentabilität der EVU. Es folgt die Betrachtung beider Seiten der Bilanz mit Fokus auf den Anlageinvestitionen und der Kapitalstruktur. Anschließend wird die Schuldentragfähigkeit der EVU analysiert, indem eine kombinierte Betrachtung der Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie der Bilanz stattfindet. Die gewählte Betrachtung über die benannten drei Ebenen beabsichtigt die ganzheitliche Beleuchtung sämtlicher finanzwirtschaftlicher Bereiche der EVU und verdeutlicht deren Zusammenhänge untereinander.

Abb. 2 Aufbau der vorliegenden Studie



Die in dieser Studie vorgenommenen Analysen verwenden überwiegend Basisansätze der deskriptiven Statistik.<sup>3</sup> Dabei werden insbesondere Mittelwerte und auch Streuungen um diese Mittelwerte herausgearbeitet. Sofern nicht anders angegeben, ist der Median, der zur Anwendung kommende gewählte Mittelwert<sup>4</sup>, im Fokus der Betrachtung. Dies begründet sich dadurch, dass der Median im Unterschied zum arithmetischen Mittel nicht durch mögliche Extremwerte in beide Richtungen verzerrt werden kann. Somit eignet sich diese Kennzahl treffend für die Analyse und Interpretation mittlerer Ausprägungen in einer nicht normal verteilten Stichprobe. Mit dem Ziel, die Streuung um den Median zu illustrieren, werden mittlere 50 %-Streuungen abgebildet. Diese stellen den Kennzahlenbereich des zweiten und dritten Quartils der betrachteten Stichprobe dar; deren Breite verdeutlicht dann quantitativ und in der grafischen Darstellung optisch die vorliegende Streuungsbreite der Stichprobenwerte. In Einzelfällen der Analysen werden die Verteilungen der Stichprobenwerte auch anhand von Punktwolken innerhalb von Vier-Quadranten-Schemata aufgezeigt. In den betreffenden Fällen werden dann Relationen zu gleichzeitig zwei Variablen dargestellt.

<sup>3</sup> Weitere Analysen in Form von Betrachtungen von erstens Wahrscheinlichkeiten sowie zweitens der induktiven Statistik sind – auf Basis des vorliegenden Zahlenmaterials – Gegenstand weiterer, hier aber nicht dargestellter Auswertungen.

<sup>4</sup> Weitere Mittelwerte wie der Modus oder das geometrische Mittel führen zu keinen treffenden oder hier relevanten Aussagen und bleiben daher außer Betracht.

Die in die Analyse eingehenden Zahlenwerke werden auf Kennzahlen hin untersucht, die – auf Basis des vorliegenden Datenmaterials zum Teil leicht adaptiert – auch von externen Analysten wie Ratingagenturen oder Kreditinstituten zur Beurteilung der Finanz- und Ertragslage innerhalb der Energie- und Versorgungsbranche genutzt werden. Die betreffenden Kennzahlenausprägungen stellen somit – unter anderem – einen Indikator für die Finanzierungssituation der betrachteten Branche dar. In diesem Zusammenhang werden Ertragskennzahlen, Investitionsgrade, Kapitalstrukturkennzahlen, Vermögens- und Liquiditätskennzahlen sowie weiter auch die Ausschüttungsquote und dynamischen Verschuldungsgrade der EVU ermittelt. Die betreffenden Kennzahlen eignen sich vielfach auch zur Verwendung als sogenannte Financial Covenants in Kreditverträgen. Schließlich kommen diese Kennzahlen auch als Orientierungswerte für eine finanzwirtschaftliche Unternehmenssteuerung<sup>5</sup> in Betracht, die vermehrt seitens der Geschäftsleitungen verfolgt wird.

In der realen Praxis ist kein vollständig einheitliches EVU-Geschäftsmodell und somit auch kein typisches Konzernmodell anzutreffen. Der Vielzahl der möglichen Geschäftsfelder und deren Kombinationen wird in der vorliegenden Analyse durch eine zufällige Auswahl von in die Analyse einbezogenen EVU Rechnung getragen. Grundsätzlich ist jedoch zu beachten, dass in jedem betrachteten Einzelfallunternehmen mögliche individuelle Sonderfaktoren zu beachten sein können; dies betrifft etwa qualitative Einschätzungen und Bewertungen der zukünftigen Finanz- und Liquiditätslage.

Die Darstellung der Analyse der Kennzahlen der 300 untersuchten EVU erfolgt in Kapitel C. In dem nachfolgenden Kapitel D werden die Erkenntnisse über die bestehende Finanzierungssituation der EVU vor dem Hintergrund der Finanzmarktentwicklungen analysiert und interpretiert. Kapitel E stellt dann die Ergebnisse der Analyse der Jahresabschlüsse von 75 kommunalen Konzernen dar. Dabei wird anknüpfend an die Analysen der Vorjahre hier bereits angemerkt, dass sich Investitionen und Leistungen der Daseinsvorsorge und anderer kommunalnaher Aufgabenbereiche außerhalb klassischer (Energie-)Versorgungsbereiche im Durchschnitt in schwächeren Finanz- und Ertragskennziffern auf Konzernebene niederschlagen.

---

<sup>5</sup> Vor dem Hintergrund der Anforderungen der überwiegend kommunalen Gesellschafter an die EVU ist die Priorisierung allein finanzwirtschaftlicher Zielwerte in der unternehmerischen Zielsetzung absehbar nicht zu erwarten. Vgl. die betreffenden Annahmen in dieser Studie.

### 3 Annahmen

Die Annahmen in dieser Studie betreffen zum einen den Zusammenhang zwischen der Finanz- und Ertragslage von Unternehmen und zum anderen spezifische Charakteristika der Branche der EVU. Weiter resultiert schließlich eine wechselseitige Beziehung zwischen den betreffenden Annahmen.

Während in der Finanzfachwelt der Zusammenhang zwischen Finanzlage und Ertragslage von Unternehmen sehr rege – und mitunter kontrovers – diskutiert wird, fußt die vorliegende Studie diesbezüglich vereinfachend auf den beiden folgenden praktischen Annahmen:

1. Erstens wird davon ausgegangen, dass eine gute Ertragslage der betreffenden Unternehmen grundsätzlich auch zu einer guten Finanzlage führt.
2. Zweitens wird davon ausgegangen, dass eine gute Finanzlage der betreffenden Unternehmen deren Ertragslage zumindest insofern begünstigt, als diese unternehmerische Freiheitsgrade begründet – und auch die Einwerbung notwendiger Finanzmittel erleichtert.

Bezogen auf die Branche der mehrheitlich kommunalen EVU sind hier die folgenden Annahmen bzw. auch Besonderheiten zu beachten:

1. Vielfach sind rechtliche Regulierungen der Branche zu berücksichtigen. Dies betrifft zum Beispiel in bestimmten Fällen die Preisgestaltung oder auch die Bestimmung von Investitionserfordernissen.
2. Die Geschäftsfelder der Energieversorgung stellen sich – trotz laufender Umbrüche – als relativ stabil dar.
3. Damit zusammenhängend fallen die Kapitalbindungen in der EVU-Branche vergleichsweise lang aus. In Teilen sind Zeiträume von mehr als 30 Jahren zu berücksichtigen.
4. Die Branche der EVU ist durch überwiegend kommunale Gesellschafterverhältnisse geprägt. Infolge dieser Gesellschafterstruktur stehen auf der einen Seite Versorgungssicherheit, die Übernahme weiterer Leistungen der sogenannten – weniger rentablen – Daseinsvorsorge und die Erwartung hoher Ausschüttungen im Mittelpunkt der unternehmerischen Ausrichtung. Unternehmenswertsteigerungen oder alternative Renditeziele spielen dagegen eher eine untergeordnete Rolle. Mindestens mittelbar bringen die Gesellschafter der EVU – sozusagen im Gegenzug zu ihren Erwartungen – in vielen Fällen ihre stabile öffentliche Bonität mit ein.

Vor diesem Hintergrund wird in der vorliegenden Studie ohne weitere Analyse vereinfachend angenommen, dass in der Branche der EVU der wechselseitige Zusammenhang von Finanz- und Ertragslage zwar grundsätzlich Gültigkeit hat, wenn auch im Vergleich zu anderen Branchen eingeschränkter.

Damit einhergehend soll weiter herausgestellt und angenommen werden, dass sich die Ausrichtung der betreffenden Branchenunternehmen auf wesentliche der in dieser Studie herausgestellten Kennzahlen noch im Übergang befindet – der aber womöglich mit Blick auf die Spezifika der Branche auf absehbare Zeit nicht vollständig abgeschlossen sein wird.

# C EVU-Kennzahlenanalyse

## 1 Auswahl relevanter Kennzahlen

Die im Rahmen der Studie vorgenommene Selektion von Kennzahlen zielt darauf ab, die finanzwirtschaftliche Situation der Branche – anhand der aufgezeigten soliden Stichprobe – repräsentativ und treffend abzubilden. Die einzelnen Schritte erfolgen dabei über drei miteinander verbundene Ebenen. Die erste Ebene fokussiert die Gewinn-und-Verlust-Rechnung mit Kennzahlen zu der Ertrags- und Rentabilitätslage der untersuchten EVU. Auf der nächsten Ebene wird die bilanzielle Situation der EVU eingehend betrachtet. Auf der Aktivseite stehen die Anlagen samt den betreffenden Investitionen im Mittelpunkt; auf der Passivseite wird diesen dann die Finanzierung mit Eigen- und Fremdkapital samt deren Relation zueinander gegenübergestellt. Die nächste Ebene der Betrachtung ist die des Cashflows, die hier insbesondere in Form von verschiedenen Deckungsgraden sowie – wieder in Verbindung mit der Bilanz – dem dynamischen Verschuldungsgrad betrachtet wird.

Die folgende Abbildung stellt wesentliche Finanzkennzahlen dar, die in der vorliegenden Studie analysiert werden. Die für diese Kennzahlen vorgeschlagenen Richtwerte basieren auf Erfahrungswerten sowie der Verteilung innerhalb der untersuchten Stichprobe – und sind als indikativ gesetzt zu verstehen. Im Einzelfall sollte die Finanz- und Ertragslage eines EVU ganzheitlich unter Berücksichtigung seiner individuellen Struktur betrachtet werden.

Abb. 3 Überblick über indikative Richtwerte zu ausgewählten Finanzkennzahlen

Kennzahl	Definition	Richtwerte EVU	
		ohne eigene Netze	mit eigenen Netzen
<b>C2 Gewinn-und-Verlust-Rechnung – Ertragslage und Rentabilität</b>			
EBITDA-Marge	Verhältnis von EBITDA zu Nettoumsatzerlösen; drückt die Rentabilität des Unternehmens aus	≥ 10 %	≥ 10 %
EBIT-Marge	Verhältnis von EBIT zu Nettoumsatzerlösen; drückt die Rentabilität des Unternehmens aus	≥ 4,5 %	≥ 4,5 %
<b>C3 Bilanz – Investitionen</b>			
Anlagenquote	Anteil des bilanzierten Anlagevermögens am Gesamtkapital; drückt die Anlageintensität aus	–	–
Investitionsquote	Verhältnis von getätigten Investitionen zum Anlagevermögen; drückt das Investitionsverhalten aus	≥ 3,0 %	≥ 3,0 %
<b>C4 Bilanz – Kapitalstruktur</b>			
Eigenkapitalquote (bilanziell)	Verhältnis des bilanziellen Eigenkapitals zum Gesamtkapital; drückt die finanzielle Stabilität aus	≥ 25–30 %	≥ 20–25 %
Eigenkapitalquote (wirtschaftlich)	Verhältnis des wirtschaftlichen Eigenkapitals inklusive eigenkapitalnaher Finanzierungsinstrumente wie nachrangiger Gesellschafterdarlehen oder Sonderposten aus Investitionszuschüssen – zum Gesamtkapital; drückt die finanzielle Stabilität aus	≥ 30–35 %	≥ 25–30 %
Ausschüttungsquote	Verhältnis der Ausschüttungen zum Jahresergebnis	–	–
Finanzverbindlichkeitsquote	Verhältnis der verzinslichen Finanzverbindlichkeiten zum Gesamtkapital; drückt die finanzielle Stabilität aus	≤ 50–60 %	≤ 50–60 %
<b>C5 Liquidität und Cashflows – Schuldendeckungsfähigkeit</b>			
Einfacher-Cashflow-Deckungsgrad	Verhältnis der Einnahmen aus der operativen Geschäftstätigkeit zu der Bruttofinanzverschuldung	≥ 25 %	≥ 25 %
Residual-Cashflow-Deckungsgrad	Verhältnis der Einnahmen aus der operativen Geschäftstätigkeit abzüglich Ausschüttungen und Kapitaldienst zu der Bruttofinanzverschuldung	≥ 15 %	≥ 15 %
Freier-Cashflow-Deckungsgrad	Verhältnis der Einnahmen aus der operativen Geschäftstätigkeit abzüglich Ausschüttungen und Investitionsausgaben zu der Bruttofinanzverschuldung	≥ 0 %	≥ 0 %
EBITDA-Zinsdeckungsgrad	Verhältnis des EBITDA zu dem Zinsaufwand; drückt die Fähigkeit aus, die Zinsverpflichtungen gegenüber den Kapitalgebern zu erfüllen	≤ 4,5x	≤ 6,0x
dynamischer Verschuldungsgrad	Verhältnis der Nettofinanzverschuldung zu dem EBITDA	≤ 3,0–3,5x	≤ 3,5–4,0x

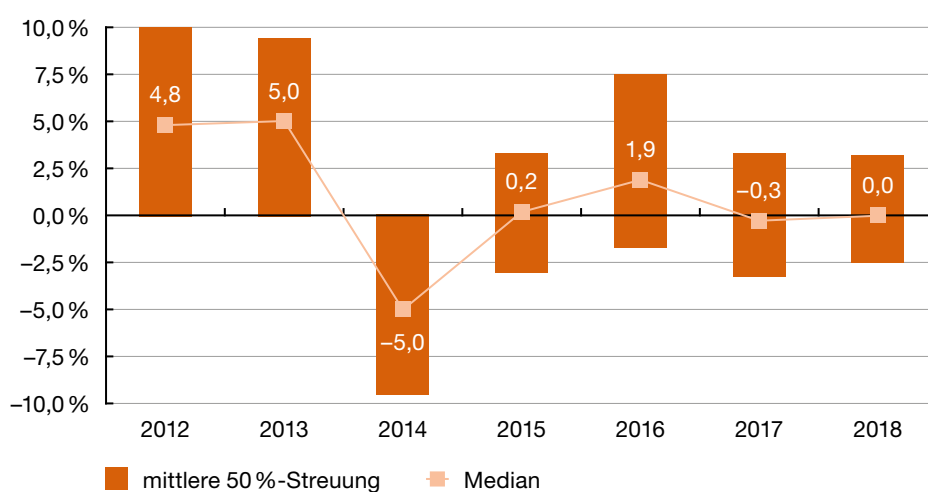
## 2 Gewinn-und-Verlust-Rechnung – Ertragslage und Rentabilität

Den Ausgangspunkt einer Analyse der Ertragslage und Rentabilität von Unternehmen stellen üblicherweise dessen Umsatzerlöse dar. In Anlehnung an die Darstellung in der Gewinn-und-Verlust-Rechnung wird im Folgenden zunächst die Umsatzentwicklung der EVU dargestellt. Anschließend wird die Rentabilität der untersuchten Unternehmen analysiert, indem das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) sowie das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (earnings before interests and taxes, EBIT) betrachtet und in das Verhältnis zu den Umsätzen gesetzt werden. Die daraus resultierenden Ertragsmargen ermöglichen eine Aussage über die Rentabilität der untersuchten Unternehmen innerhalb eines Geschäftsjahres bzw. im Zeitablauf.

## 2.1 Umsatz

Mit den Umsatzerlösen, die ein Unternehmen im Laufe eines Jahres erzielt, geht das Potenzial einher, nach Abzug von Aufwendungen mehr oder weniger gute Ergebnisse zu erzielen. Die Umsatzerlöse werden im Allgemeinen nach Brutto- und Nettoumsatzerlösen unterschieden. EVU weisen dabei die Besonderheit auf, dass sich der Nettoumsatz infolge des Abzugs von Verbrauchsteuern vom Wert des Bruttoumsatzes ergibt. Für die in dieser Studie verfolgte Betrachtung bietet sich die Wahl des Nettoumsatzes an. Aus diesem Grund wird hier die prozentuale Entwicklung des Nettoumsatzes im Zeitverlauf von 2012 bis 2018 dargestellt.

**Abb. 4 Nettoumsatzwachstum im Zeitverlauf von 2012–2018**



Wie ersichtlich wird, verlief die Entwicklung des Nettoumsatzwachstums in den letzten Jahren 2017 und 2018 mit um 0 % relativ konstant. Weiter hat sich auch die Streuung innerhalb der untersuchten Unternehmensstichprobe reduziert, sodass ein zunehmender Anteil der EVU zuletzt konstante Umsatzerlöse verzeichnet. Die betreffende Umsatzentwicklung wird unter anderem auf die warme Witterung, eine erhöhte Energieeffizienz und den anhaltenden Wettbewerbsdruck zurückgeführt. Folglich gehen absolute Veränderungen des EBITDA sowie des EBIT direkt mit Schwankungen der Ertragsmargen einher.

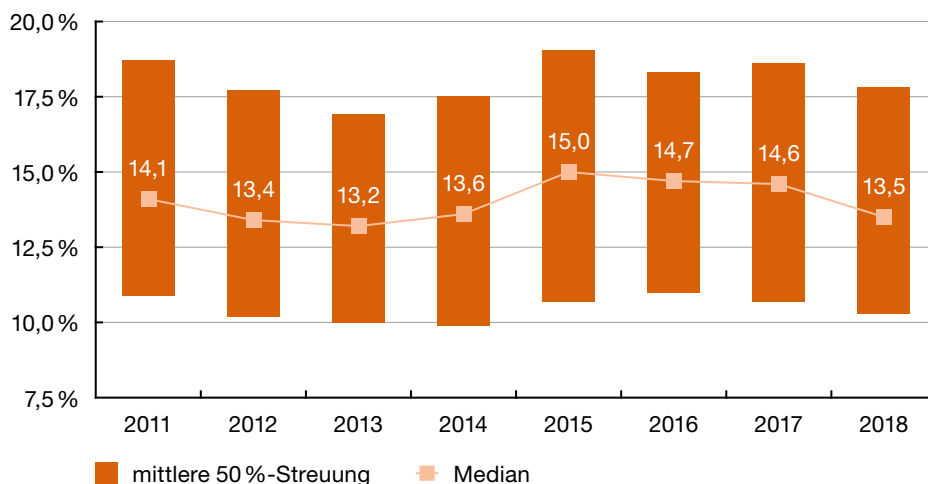


## 2.2 EBITDA

Das EBITDA ist das Ergebnis, das aus den Nettoumsätzen nach betrieblichen Aufwendungen verbleibt. Dem Wert des EBITDA kommt in vielen Finanzanalysen eine besonders hohe Bedeutung zu. So wird diese Kennzahl vielfach als aus der Gewinn-und-Verlust-Rechnung abgeleitete Ergebnisgröße und gleichzeitig als Näherung eines Cashflows verstanden. Zudem findet der Wert des EBITDA in vielen weiteren Finanzkennzahlen Anwendung, wie beispielsweise bei der Ableitung des dynamischen Verschuldungsgrads oder des Zinsdeckungsgrads, die beide auch in dieser Studie behandelt werden. Schließlich werden vielfach auch Wertanalysen für Unternehmen auf Basis des EBITDA begründet. Analog – aber nachgeordnet – kann auch der Wert des EBIT zum Einsatz kommen; dieser weist jedoch keine dem EBITDA vergleichbare Nähe zum Cashflow auf. Aus diesem Grund erfolgt an dieser Stelle eine detailliertere Betrachtung der EBITDA-Marge als Verhältnis des EBITDA zu den Nettoumsatzerlösen, um die Rentabilität der untersuchten EVU zu beurteilen.

Der ermittelte Medianwert der EBITDA-Marge der EVU sinkt im Jahr 2018 gegenüber dem Vorjahr um 1,1 Prozentpunkte. Damit knüpft dieser nach den besseren Jahren 2015 bis 2017 wieder an die margenschwächeren Jahre von 2012 bis 2014 an. Die gesunkene EBITDA-Marge im Jahr 2018 im Vergleich zum Vorjahr resultiert aus einer Reduktion des EBITDA um durchschnittlich 3,0 % bei konstant gebliebenen Umsatzerlösen. Das hier dargestellte Bild korrespondiert direkt mit der Beobachtung, dass sich das EBITDA von 66 % der Unternehmen reduziert. Die gezeigte EBITDA-Abschwächung ist unter anderem auf an den Großhandelsmärkten gestiegene Beschaffungspreise zurückzuführen.

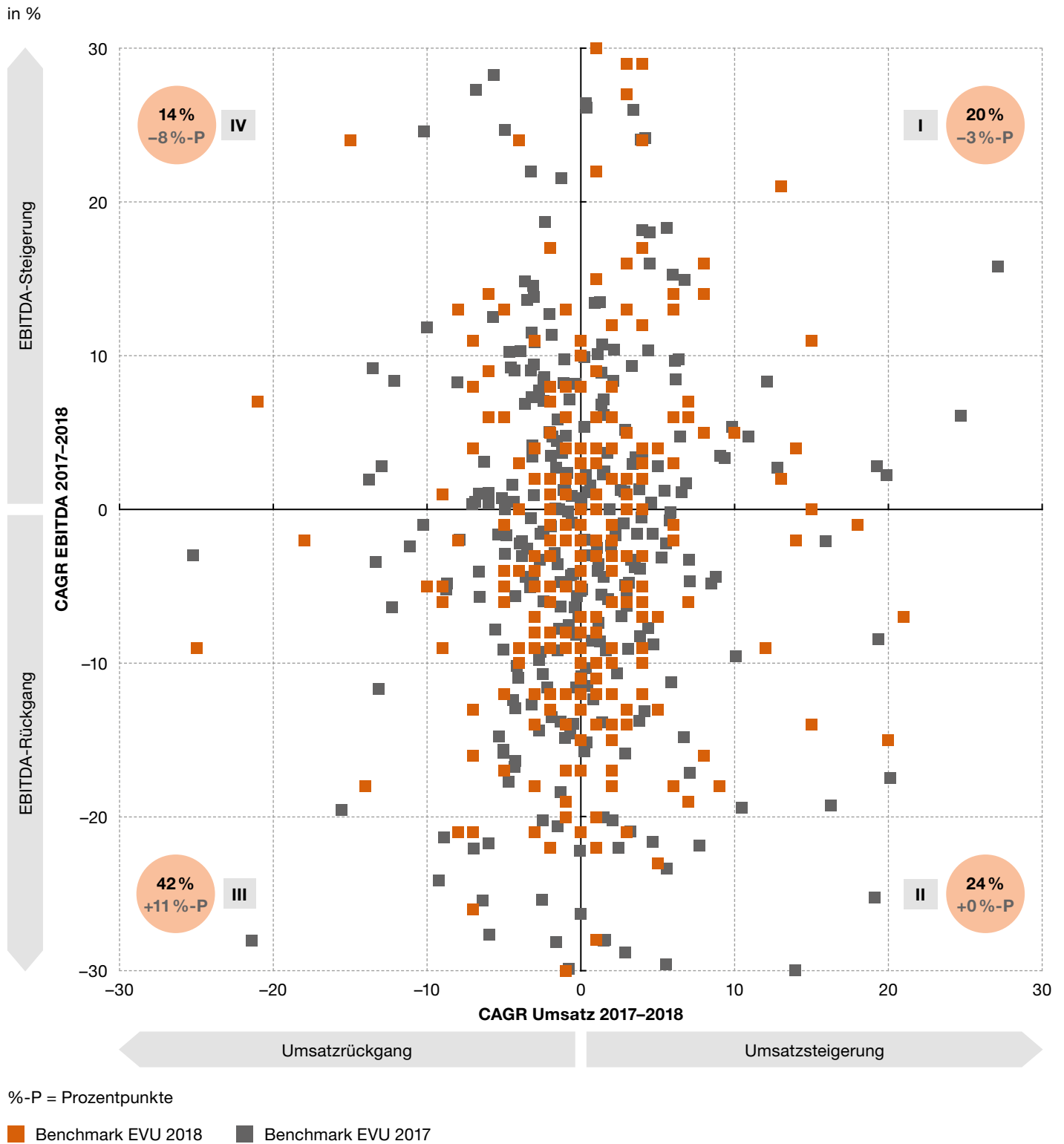
**Abb. 5 EBITDA-Marge im Zeitverlauf von 2011–2018**



Im Rahmen der Analyse der EBITDA-Marge ist es interessant zu betrachten, inwiefern sich die Umsatz- und die EBITDA-Werte gleich gerichtet entwickeln. Dies kann adäquat anhand einer Veränderungsanalyse im Zeitablauf erfolgen, indem die durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten (compound annual growth rate, CAGR) von Umsatz und EBITDA nebeneinander betrachtet werden.

Die nachfolgende Abbildung stellt entsprechend die Entwicklungen von Umsatz und EBITDA im zuletzt vorliegenden Berichtsjahr 2018 gegenüber dem Vorjahr 2017 dar:

**Abb. 6 Entwicklung des EBITDA sowie der Umsatzerlöse in den Jahren 2017 und 2018**



Während im Jahr 2017 die Verteilung der Umsatz- und Ergebnisentwicklungen – bezogen auf das EBITDA – über alle Quadranten hinweg relativ ausgewogen war, ist das Jahr 2018 von mehrheitlich sinkenden Umsätzen sowie Ergebnissen geprägt. 42 % (Quadrant III) der Stichprobenunternehmen hatten sowohl einen Rückgang der Umsatzerlöse als auch des EBITDA zu verzeichnen. Diese Beobachtung korrespondiert mit dem zuvor dargestellten deutlichen Rückgang der durchschnittlichen EBITDA-Marge der EVU-Branche von 14,6 % im Jahr 2017 auf 13,5 % im Jahr 2018. Der Anteil der EVU mit steigenden Ergebnissen geht im Jahr 2018 insgesamt deutlich zurück. Nur 34 % der Unternehmen weisen hier eine EBITDA-Steigerung auf; im Vorjahr waren dies noch 45 %. Insbesondere deutlich abgenommen hat der Anteil derjenigen EVU, die bei sinkenden Umsätzen steigende Werte des EBITDA erzielen konnten (Quadrant IV); ihr Anteil sinkt von 22,3 % im Jahr 2017 auf nur noch 14,0 % im Jahr 2018.

Während 2018 56 % der EVU einen Umsatzrückgang verzeichnen, beläuft sich der Anteil der Unternehmen mit einem Rückgang des EBITDA-Werts auf 66 %. So sind im Durchschnitt der betrachteten EVU von 2017 auf 2018 Umsatzrückgänge und – gemessen anhand des EBITDA – Ergebnisverschlechterungen festzustellen.

Art des Stadtwerks	tendenziell zufriedenstellende EBITDA-Marge
EVU	≥ 10,0 %

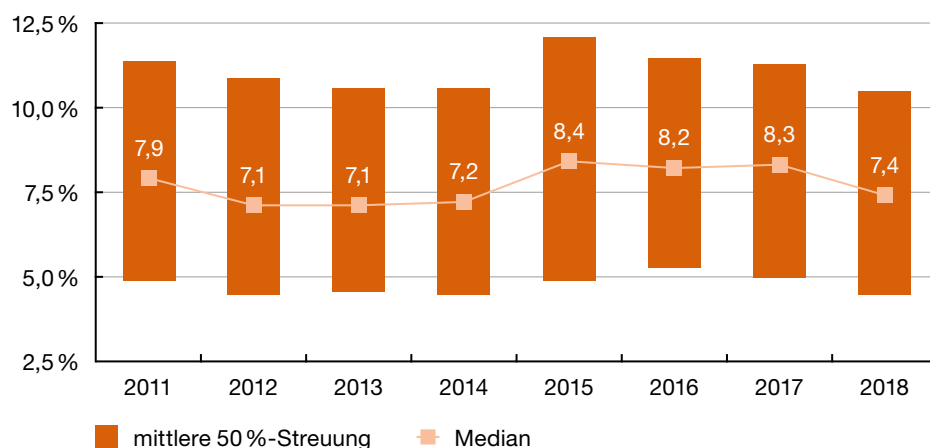
## 2.3 EBIT

Nach Abzug der Steuern vom EBITDA ergibt sich der Wert des Ergebnisses vor Zinsen und Steuern (EBIT).<sup>6</sup> In einzelnen Analysen wird ergänzend oder auch alternativ zu der EBITDA-Marge die EBIT-Marge zur Messung der Rentabilität verwendet. Diese errechnet sich aus der um die Aufwendungen aus Abschreibungen gekürzten EBITDA-Marge und somit aus dem Verhältnis des EBIT zu den Nettoumsatzerlösen. Grundsätzlich verdeutlicht die Analyse nach Abschreibungen die Ergebniswerte nach Berücksichtigung des Aufwands für die (Ab-)Nutzung des Investivkapitals. Im Vergleich von EBITDA-Marge und EBIT-Marge lassen sich die Effekte unterschiedlicher Investitionsphasen von Unternehmen transparent machen; je höher die Abschreibungen eines Unternehmens, desto höher fällt die Differenz zwischen EBITDA und EBIT bzw. der entsprechenden Margen der Unternehmen aus.

In der nachfolgenden Abbildung sind die Stichprobenwerte für die Jahre 2011 bis 2018 dargestellt. Diese bestätigen grundsätzlich das schon im Rahmen der Betrachtung der EBITDA-Margen sichtbar gewordene Bild von seit dem Jahr 2015 wieder rückläufigen Margen. Die EBIT-Marge sinkt im Jahr 2018 im Vergleich zum Vorjahr aufgrund einer Reduktion des EBIT um 7,4 %, während die Umsatzerlöse – wie zuvor dargestellt – gleichbleibend verlaufen.

<sup>6</sup> In weiteren Stufen werden das dem EBIT vorgelagerte Rohergebnis sowie das nachgelagerte Ergebnis vor Steuern ermittelt, die jedoch in der vorliegenden Studie nicht weiter betrachtet werden.

**Abb. 7 EBIT-Marge im Zeitverlauf von 2011–2018**



Art des Stadtwerks

tendenziell zufriedenstellende EBIT-Marge

EVU

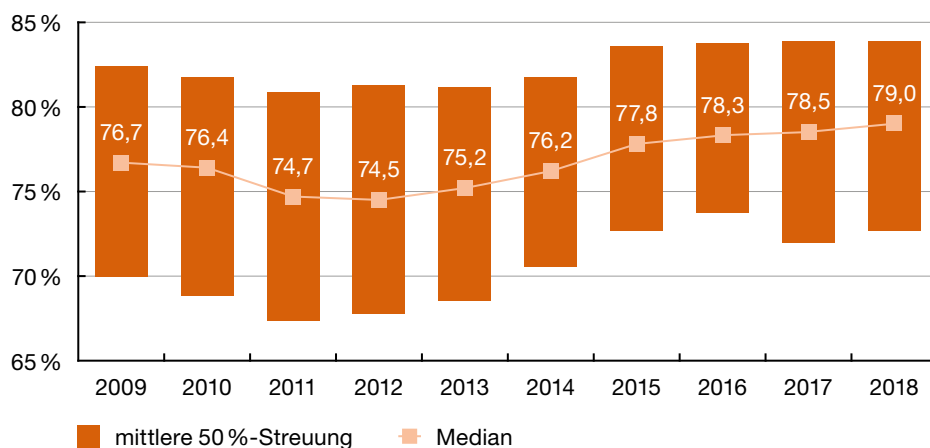
≥ 4,5 %

### 3 Bilanz – Investitionen

#### 3.1 Anlagenquote

EVU zeichnen sich sowohl bezüglich des Volumens als auch bezüglich der Kapitalbindungsdauer als vergleichsweise sehr anlagenintensive Unternehmen aus. Vor diesem Hintergrund werden in dieser Studie die entsprechenden Bilanzpositionen ebenfalls näher beleuchtet. So ist die Entwicklung der Anlagenquote zur Vervollständigung der Aussagen über das Investitionsverhalten der EVU und deren Auswirkung auf die Kapitalstruktur von Bedeutung. Definiert ist die Anlagenquote als der prozentuale Anteil des bilanzierten Anlagevermögens am Gesamtkapital. In einer vergleichenden Analyse von Einzelunternehmen ist mitunter zu beachten, dass getätigte Anlageinvestitionen mitunter auch an spezielle Besitzgesellschaften ausgelagert sein können. In der Gesamtbenchmarkbetrachtung dieser Studie findet dies jedoch keine weitere Beachtung.

**Abb. 8 Anlagenquote im Zeitverlauf von 2009–2018**

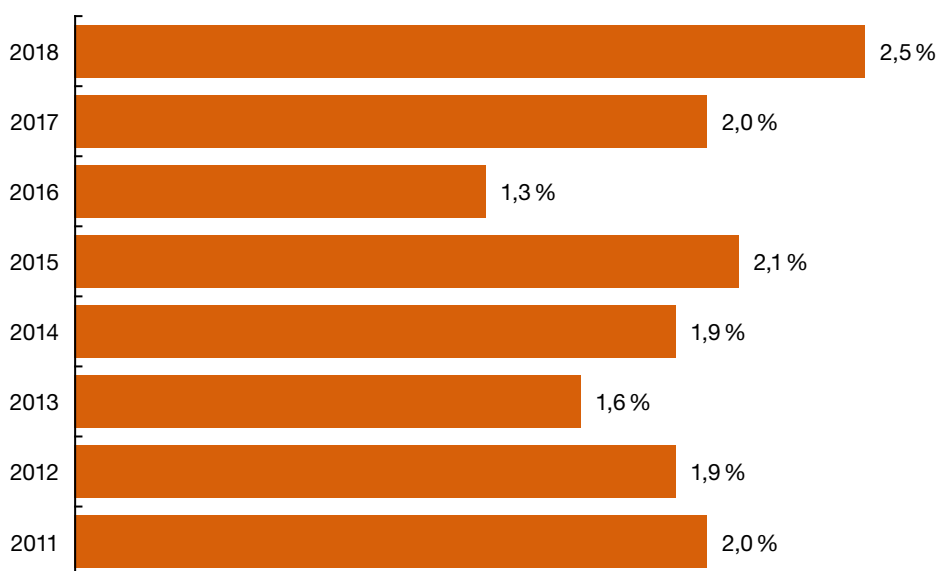


In der Branche der EVU ist der Anteil des Anlagevermögens an den Bilanzsummen erwartungsgemäß vergleichsweise hoch. Nachdem die Anlagenquote zwischen 2009 und 2012 gesunken ist, kann seitdem wieder ein kontinuierlicher Anstieg von 74,5 % im Jahr 2012 auf zuletzt 79,0 % im Jahr 2018 verzeichnet werden. Das Anlagenwachstum korrespondiert mit der Tatsache, dass im Jahr 2018 die freien Cashflows (siehe Kapitel C 5.3) wieder ins Negative gedreht sind.

### 3.2 Investitionsverhalten

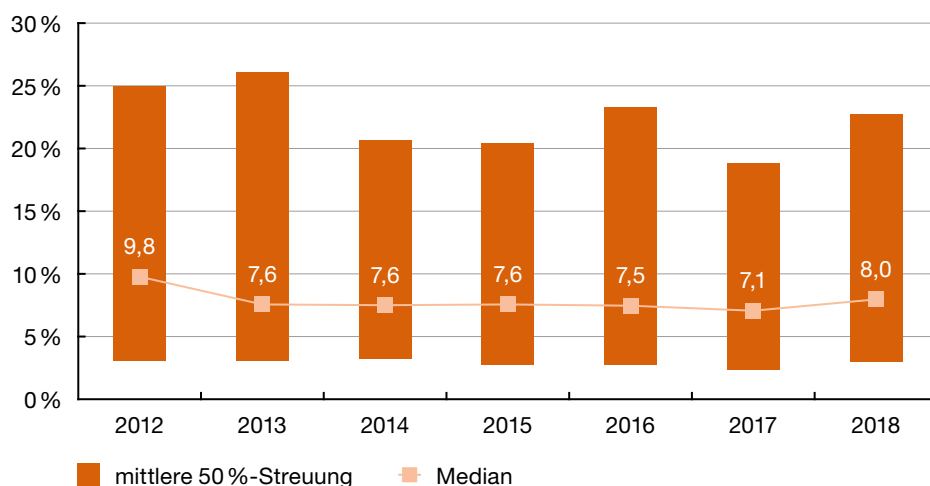
Weiter korrespondiert die hier ersichtliche Entwicklung mit dem Anstieg des Anlagenwachstums von 2,0 % im Jahr 2017 auf zuletzt 2,5 % im Jahr 2018. Der Wert in Höhe von 2,5 % ist zudem der höchste im Gesamtzeitraum von 2011 bis 2018.

**Abb. 9 Anlagenwachstum pro Jahr im Zeitverlauf von 2011–2018**



Das Investitionsverhalten kann ferner auch anhand der Investitionsquote beschrieben werden. Diese ist als das Verhältnis der in einem Jahr getätigten Investitionen zum Anlagevermögen zu berechnen. Tendenziell besteht dabei nachvollziehbar ein gleichförmiger Verlauf zwischen Anlagenwachstum und Investitionsquote. Dies wird auch für das Jahr 2018 ersichtlich, in dem ein Anstieg der Investitionsquote ebenso wie des Anlagevermögens zu verzeichnen ist.

**Abb. 10 Investitionsquote im Zeitverlauf von 2012–2018**

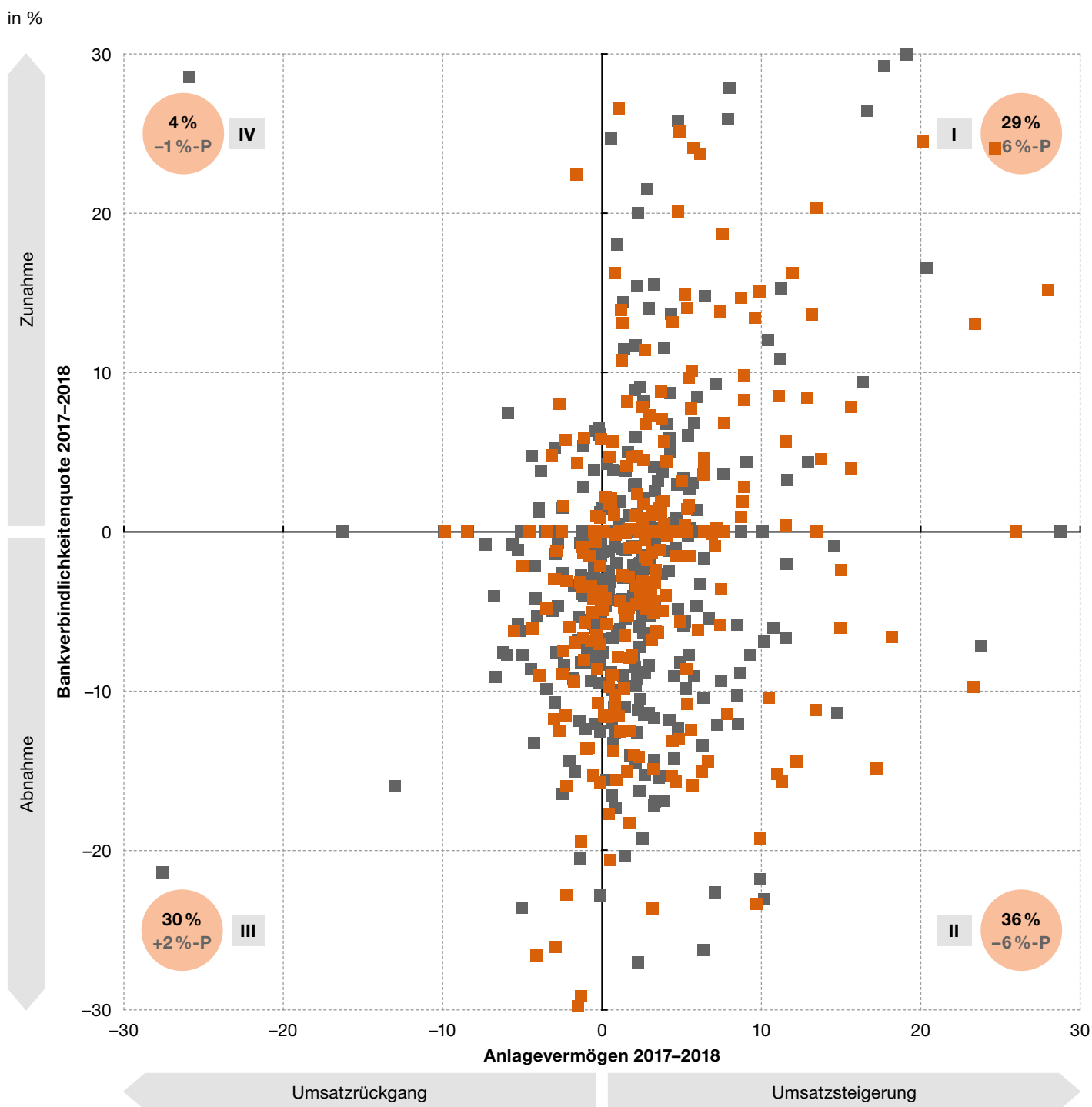


### 3.3 Finanzierung von Anlagenwachstum

Mit Blick auf die Finanzierungssituation der EVU erscheint es lohnend, den Zusammenhang zwischen dem Investitionsverhalten der Unternehmen und dem Fremdfinanzierungsbedarf über mehrere Perioden hinweg zu illustrieren. Entsprechend zeigt die folgende Abbildung die Entwicklung der Wachstumsraten des Anlagevermögens und der Bankverbindlichkeitsquote<sup>7</sup> im Vergleich der Jahre 2016/2017 sowie 2017/2018. Die entsprechende Betrachtung indiziert mindestens indirekt Aussagen zur finanzwirtschaftlichen Stabilität innerhalb der Branche der EVU, da zusätzliche Bankverbindlichkeiten grundsätzlich mit Investitionen und somit einem Anstieg des Anlagevermögens zu begründen sein sollten.

<sup>7</sup> Alternativ kann hier auch von Finanzverbindlichkeiten gesprochen werden; neben dem Bankkredit kommen auch alternative Kreditquellen in Betracht.

Abb. 11 Entwicklung des Anlagevermögens und der Bankverbindlichkeitenquote in den Jahren 2017 und 2018



%-P = Prozentpunkte

■ Benchmark EVU 2018    ■ Benchmark EVU 2017

Beginnend mit der Betrachtung des Anlagevermögens ist festzustellen, dass sich EVU mit wachsendem Anlagevermögen in den rechten Quadranten I und II befinden. EVU mit sinkenden Anlagenwerten in ihren Bilanzen sind dagegen in den linken Quadranten III und IV angesiedelt. EVU mit sinkendem Fremdfinanzierungsanteil am Gesamtkapital sind in den beiden unteren Quadranten II und III zu finden. Die EVU mit steigendem Fremdfinanzierungsanteil sind schließlich in den oberen beiden Quadranten I und IV abgebildet.

Erneut – wie in den Vorjahren – weist die Mehrheit der in der Studie betrachteten EVU im Mehrjahresvergleich ein wachsendes Anlagevermögen aus (Quadranten I und II). Dabei bleibt der Anteil der Unternehmen mit gestiegenem Anlagevermögen relativ konstant; damit einhergehend bleibt auch der Anteil der EVU mit fallendem Anlagevermögen ungefähr konstant. Der Anteil der Unternehmen mit gesteigener Bankverbindlichkeitsquote steigt insgesamt um 5 % (Quadranten I und IV).

Aus der vorliegenden Darstellung lässt sich ableiten, dass erstens ein knappes Drittel der EVU (29 %, siehe Quadrant I) Investitionen durchführt, die per Saldo durch Fremdverbindlichkeiten finanziert werden. Diese Variante der Anlagenfinanzierung ist grundsätzlich tragfähig, sofern die mit den Investitionen unterstützte oder erreichte zukünftige Ertrags- und Liquiditätslage ausreicht, um die zusätzlichen Kredite dann solide zu tragen. Zweitens wird das Anlagenwachstum bei mehr als einem Drittel der Unternehmen bei gleichzeitig gesunkenen Fremdkapitalanteilen finanziert (36 %, Quadrant II, unten rechts). Dies führt langfristig angesichts einer gestiegenen Finanzierung aus Eigenmitteln zu einer stabileren Finanzierungsstruktur. Drittens führt etwa jedes dritte Unternehmen (30 %) per Saldo Desinvestitionen aus, was angesichts des gesunkenen Anlagevermögens bei gleichzeitig gesunkener Bankverbindlichkeitsquote in Quadrant III ersichtlich ist. Grundsätzlich problematisch erscheint es, wenn gleichzeitig das Anlagevermögen reduziert wird und dennoch die Bankverbindlichkeitsquote ansteigt. Dies ist jedoch nur bei 4 % (siehe Quadrant IV) der betrachteten Unternehmen der Fall.

Bei der Finanzierung von Anlagevermögen sollte immer auf eine hinreichende Stabilität geachtet werden. Da das Anlagevermögen den EVU üblicherweise langfristig zur Verfügung steht, sollte es auch in einem passenden Umfang langfristig finanziert werden. Zudem müssen die getätigten Anlageinvestitionen sich letztlich auch selbst tragen können. Das heißt, dass die Erträge aus den getätigten Investitionen ausreichen sollten, um die aufgenommenen Verbindlichkeiten regelmäßig zurückzuführen.

Entsprechend ist es – insbesondere bei der Anlagenintensität der EVU – ratsam, das Spannungsverhältnis aus Anlageninvestitionen und stabilen Kapitalstrukturverhältnissen langfristig auf Grundlage eines angemessenen und nachhaltigen Gesamtfinanzierungskonzepts zu lösen. Ein stabiler Wachstumspfad liegt dabei tendenziell in der rechten Hälfte der Grafik bei weitgehend konstanter Bankverbindlichkeitsquote, also nahe der Nulllinie der x-Achse. Es wird deutlich, dass in der hier vorgenommenen Betrachtung die Finanz- und Ertragslagen der betreffenden Unternehmen direkt in Verbindung miteinander stehen.



## 4 Bilanz – Kapitalstruktur

### 4.1 Eigenkapitalquote

Die Eigenkapitalquote wird allgemein als der prozentuale Anteil des Eigenkapitals an der Bilanzsumme eines Unternehmens verstanden. Alternative Modifikationen dieser Kennzahlen kommen mitunter ebenfalls zum Einsatz. Beispielsweise findet in angelsächsischen Kreditanalysen vielfach auch die Relation von Fremd- und Eigenkapital – in der Fachsprache als Leverage bezeichnet – zueinander Anwendung. Zu beachten ist, dass sich der Begriff des Eigenkapitals nicht immer auf das bilanzielle Eigenkapital beschränkt. Teilweise werden auch dem Eigenkapital nahe Finanzierungsbausteine – wie etwa Gesellschafterdarlehen oder im Fall von EVU oft auch Sonderposten aus Investitions- oder Ertragszuschüssen – in die Betrachtung mit einbezogen, woraufhin dann von der „wirtschaftlichen Eigenkapitalquote“ die Rede ist. Die vorliegende Studie stellt – vergleichend – sowohl auf den bilanziellen als auch auf den wirtschaftlichen Begriff des Eigenkapitals ab. Die wirtschaftliche Eigenkapitalquote berücksichtigt für die Zwecke der Darstellung in dieser Studie zusätzlich die Investitions- und Ertragszuschüsse, die im Median und Zeitverlauf immerhin rund 8 % der wirtschaftlichen Eigenkapitalquote ausmachen.

Die Eigenkapitalquote misst das Verhältnis des haftenden Eigenkapitals zum Gesamtkapital.

Die Eigenkapitalquote wird vielfach als ein Kennzeichen für die – immerhin statische – finanzielle Stabilität eines Unternehmens bewertet. Weiter ist sie ein Signal an die übrigen Stakeholder zur Finanzierungsbereitschaft der Gesellschafter und ein Zeichen der finanziellen Unabhängigkeit gegenüber den Kreditmärkten. Je höher der Anteil der Eigenmittel am Gesamtkapital, desto eher kann ein Unternehmen Schwankungen und Risiken aus dem Geschäftsverlauf eigenständig abfangen. Als Financial Covenant in Form von geforderten Mindestwerten stellt die Eigenkapitalquote vor diesem Hintergrund eine gängige Nebenbedingung in vielen Kreditverträgen dar.

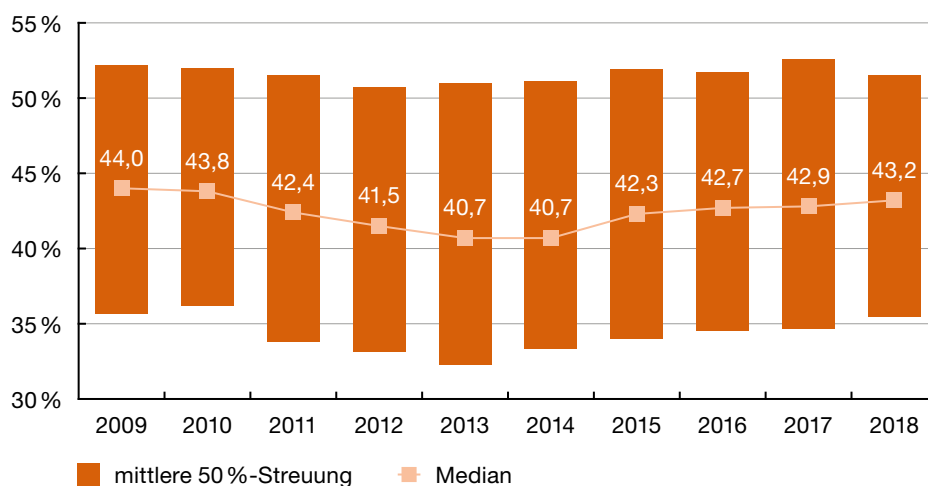
Umfangreiche Fremdkapitalfinanzierungen der Versorgungsnetze führen oft zu tendenziell niedrigeren Eigenkapitalquoten bei den EVU, die eigene Netze unterhalten. Derartige Fremdfinanzierungen des Anlagevermögens sind dabei auch branchenübergreifend nicht unüblich. Mit Blick auf die regulierungsoptimierte Finanzierung erfolgt mitunter die Refinanzierung von Eigenkapitalfinanzierung anhand von Kreditmitteln. Bei der Beurteilung des Eigenkapitalniveaus soll mit Blick auf die volumenstarken Netzfinanzierungen daher eine entsprechende Differenzierung vorgenommen werden:

Art des Stadtwerks	tendenziell unbedenkliche wirtschaftliche Eigenkapitalquote
EVU ohne eigene Netze	30–35 % (und mehr)
EVU mit eigenen Netzen	25–30 % (und mehr)

Art des Stadtwerks	tendenziell unbedenkliche bilanzielle Eigenkapitalquote
EVU ohne eigene Netze	25–30 % (und mehr)
EVU mit eigenen Netzen	20–25 % (und mehr)

Ausgehend von der wirtschaftlichen Eigenmittelquote der EVU ergibt sich im Zeitraum von 2009 bis 2018 das folgende Bild:

**Abb. 12 Wirtschaftliche Eigenkapitalquote im Zeitverlauf von 2009–2018**

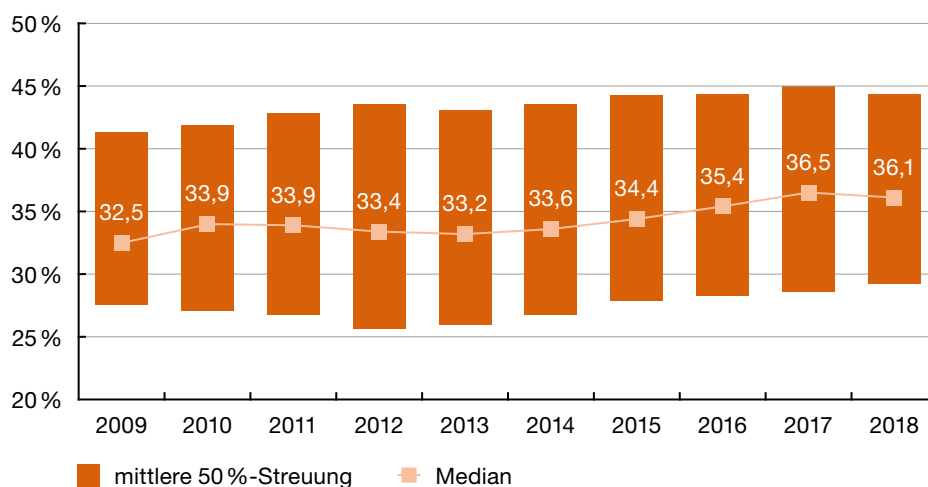


Die wirtschaftliche Eigenkapitalquote steigt seit 2015 kontinuierlich an und beträgt im Jahr 2018 43,2 %.

In den ersten fünf Jahren der hier vorgenommenen Betrachtung sinkt die Quote des wirtschaftlichen Eigenkapitals kontinuierlich von 44,0 % im Jahr 2009 auf 40,7 % im Jahr 2013. Nach einer kleinen Seitwärtsbewegung steigt sie seit 2014 wieder kontinuierlich bis auf zuletzt 43,2 % im Jahr 2018 an.

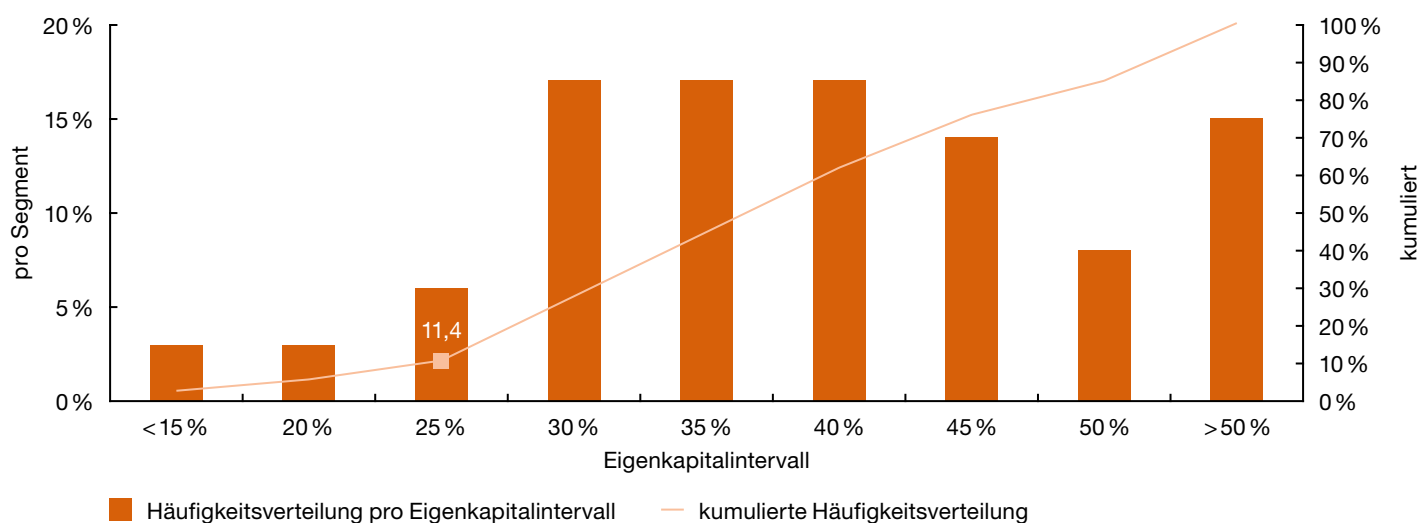
Der Verlauf der bilanziellen Eigenkapitalquote ist im Median nicht ganz analog zum Verlauf der Quote des wirtschaftlichen Eigenkapitals. Nach einem kleinen Sprung von 2009 auf das Jahr 2010 folgt eine Phase tendenzieller Seitwärtsbewegung bis zum Jahr 2013. Während die Jahre 2013 bis 2017 dann ein Wachstum von beginnend 33,2 % auf 36,5 % im Jahr 2017 anzeigen, sinkt die bilanzielle Eigenkapitalquote im Jahr 2018 dann wieder auf 36,1 %.

**Abb. 13 Bilanzielle Eigenkapitalquote im Zeitverlauf von 2009–2018**



Während das Bild des hier gezeigten zweiten und dritten Quartils samt Median eine eher geringe Streuung der Stichprobenwerte indiziert, stellt sich die Situation der EVU in einer weiteren Detailbetrachtung differenzierter dar. Dies wird hier in der folgenden Abbildung anhand der Häufigkeitsverteilung der Eigenkapitalquoten anschaulich dargestellt. Von besonderer Relevanz ist hier die Betrachtung der Eigenkapitalquote derjenigen EVU am unteren Ende der Benchmark. Immerhin knapp 11,4 % der EVU weisen eine Eigenkapitalquote von zum Teil unter 25 % aus; sie liegen damit deutlich unter den ermittelten branchenüblichen und in der Regel – praktisch auch gut begründet – notwendigen Ausprägungen. Auf der anderen Seite ist hier aber auch zu beachten, dass die betreffenden Mindestwerte auch von Teilen der Unternehmen gut übertroffen werden.

**Abb. 14 Häufigkeitsverteilung der Eigenkapitalquote im Jahr 2018**



Für EVU am unteren Ende der Eigenkapitalbenchmark stellt die Stärkung ihrer Eigenkapitalbasis ein wichtiges Finanzierungsziel dar. Insbesondere um für wirtschaftlich anspruchsvolle Zeiten besser gerüstet zu sein, sollte der Weg in Richtung der aufgezeigten Mindestwerte beschritten werden. Naheliegende, aber oft nicht einfache Lösungswege bieten sich durch die Verbesserung der Wirtschaftlichkeit sowie dann den anteiligen Gewinneinbehalt über mehrere Perioden an. Zusätzliche – wirtschaftliche – Eigenkapitalzuführungen könnten ebenfalls vorgenommen werden; diese erweisen sich in der Praxis aber oftmals als gegenüber den Gesellschaftern und deren eigenen Finanzierungsbedarfen weniger leicht durchsetzbar.

## 4.2 Ausschüttungsquote

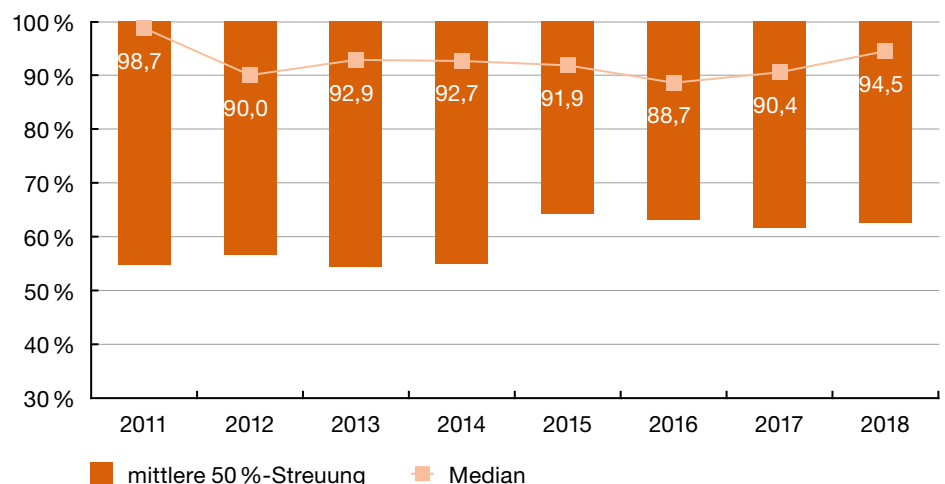
Die Ausschüttungsquote errechnet sich als prozentualer Anteil der geleisteten Ausschüttungen an den erwirtschafteten Periodenüberschüssen.

Grundlegend kommt dem Ausschüttungsverhalten von Unternehmen eine wichtige Bedeutung zu, wenn es um die Analyse der Eigenfinanzierungskraft auf Basis von Cashflows geht. So hängt auch in der Branche der EVU die Innenfinanzierungskraft nicht unwesentlich von dem Ausschüttungsverhalten der betreffenden Unternehmen ab, welches überwiegend von den Anforderungen der Mehrheit der Gesellschafter geprägt wird. Vielfach erwarten die kommunalen Gesellschafter der EVU hohe absolute und relative Ausschüttungen, um aus diesen dann einige Bedarfe der kommunalen Haushalte zu finanzieren. Je höher jedoch die Ausschüttungen an den Gesellschafterkreis ausfallen, desto mehr reduziert sich auf der anderen Seite der Spielraum der Eigenfinanzierung der EVU.

Zudem verlagern die kommunalen Gesellschafter mitunter verschiedene Aufgaben der kommunalen Daseinsvorsorge – wie etwa den Betrieb von Bädern oder auch das Angebot des öffentlichen Personennahverkehrs – in ihre EVU. Damit gehen in der Regel wie „Vorweggewinnverwendungen“ wirkende Ertragsbelastungen einher, die im Rahmen der Ausschüttungsquote mitzubetrachten sind. Erbringt die Kommune die entsprechenden Leistungen selbst, wird sie oftmals relativ höhere Ausschüttungsquoten von einem – relativ höheren – Ergebnis wünschen und umgekehrt. In der vorliegenden Studie wird in der Stichprobenbetrachtung nicht zwischen EVU unterschieden, die umfangreiche Aufgaben der kommunalen Daseinsvorsorge erbringen, und denen, die dies nicht tun.

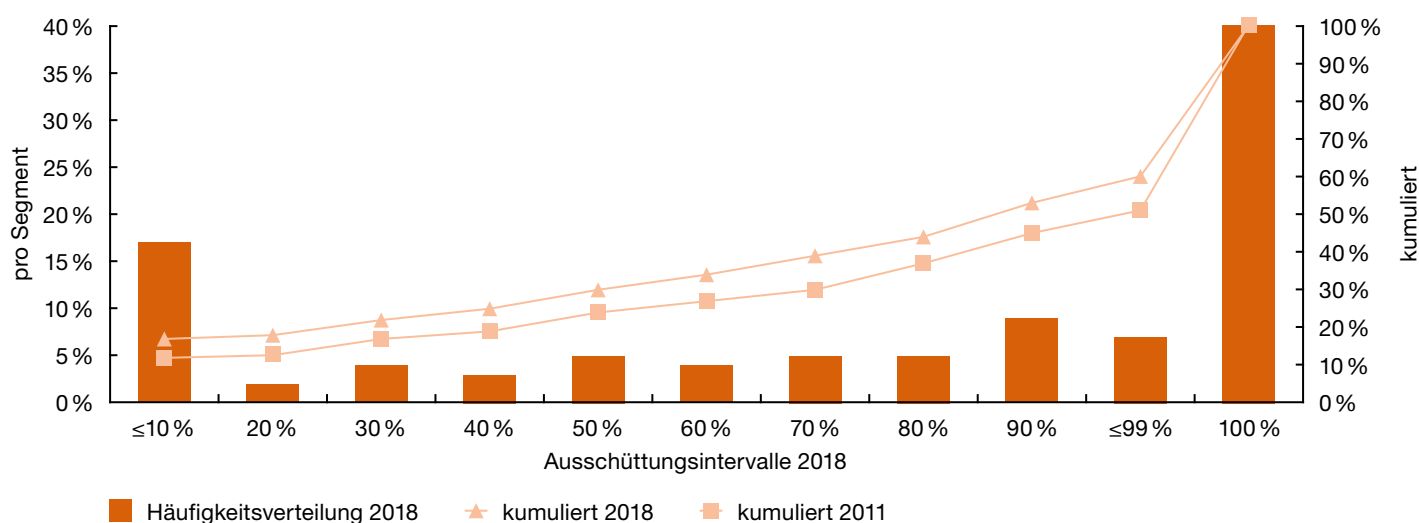
Zur Darstellung des Ausschüttungsverhaltens vergleicht diese Studie möglichst periodengerecht die Ausschüttungen bezogen auf das Geschäftsjahr, in dem sie erwirtschaftet wurden. Es folgt der einfache Schluss, dass die eigene Innenfinanzierungskraft der EVU geringer ist, je höher die getätigten Ausschüttungen ausfallen. Die folgende Abbildung verdeutlicht, dass diese in der betreffenden Branche mit nahezu durchgängig über 90 % sehr hoch ausfallen:

**Abb. 15 Ausschüttungsquote im Zeitverlauf von 2011–2018**



Weiterhin im Mittel hohe Ausschüttungsquoten – mit Anstieg im Jahr 2018

Nachdem sich in den Jahren 2012 bis 2017 Ausschüttungsquoten zwischen circa 88,0 % und 92,0 % eingependelt haben, erfolgt im Jahr 2018 ein Wiederanstieg auf 94,5 %. Die Verteilung der Ausschüttungsanteile verdeutlicht die folgende Abbildung:

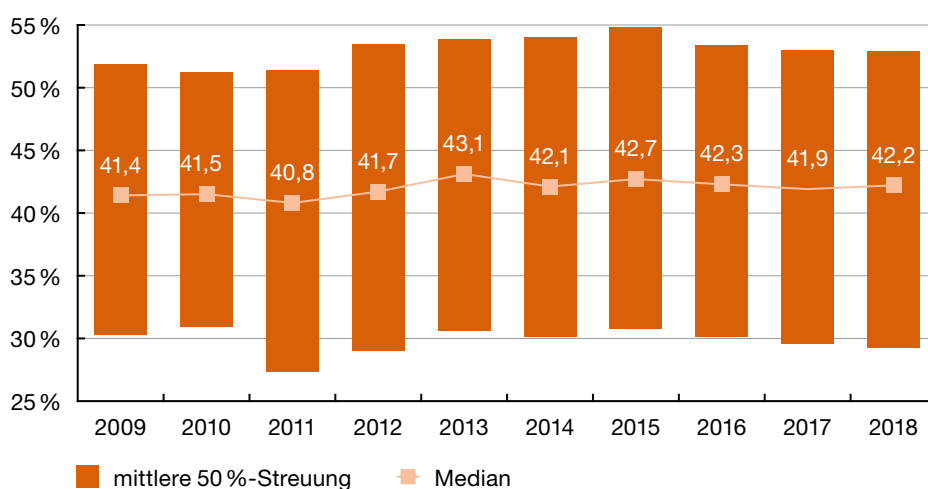
**Abb. 16 Häufigkeitsverteilung der Ausschüttungsquote im Jahr 2018 im Vergleich zum Jahr 2011 in kumulierten Werten**

### 4.3 Finanzverbindlichkeitenquote

Analog zur Eigenkapitalquote stellt die Finanzverbindlichkeitenquote das prozentuale Verhältnis der Bruttofinanzverschuldung zur Gesamtkapitalisierung eines Unternehmens dar. Entsprechend kann die Finanzverbindlichkeitenquote auch als Kapitalstrukturkennzahl zur Beurteilung der Finanzstabilität eines EVU herangezogen werden. Die Berechnungsbasis der Finanzverbindlichkeitenquote ist auf das verzinsliche Finanzierungskapital beschränkt. Entsprechend bezieht sie in ihre Berechnung nicht die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, die sonstigen Verbindlichkeiten oder die sonstigen Rückstellungen mit ein. Auf diese Weise konzentriert sich die hier abgeleitete Kennzahl auf die im engeren Sinne finanzierungsrelevanten Verbindlichkeitenpositionen und ist damit besser geeignet für eine vergleichende Betrachtung zwischen Unternehmen.

Die Finanzverbindlichkeitenquote beschreibt das Verhältnis der Bruttofinanzverschuldung zur Gesamtkapitalisierung.

Grundsätzlich ist die Finanzverbindlichkeitenquote eine wichtige Referenzgröße für die Beurteilung der finanziellen Stabilität und folglich auch der Bonität eines Unternehmens. Der in der Studie angesetzte Richtwert ist als indikativer Referenzpunkt der Finanzierungsmärkte für eine stabile Kapitalstruktur zu verstehen:

**Abb. 17 Finanzverbindlichkeitenquote im Zeitverlauf von 2009–2018**

---

Tendenziell unbedenkliche  
Finanzverbindlichkeitsquote

---

EVU ≤ 50–60 %

---

Bei leichten Schwankungen pendelt die Finanzverbindlichkeitsquote im Median seit fünf Jahren um den Wert von 42,0 %.

Einhergehend mit dem leichten Rückgang der Eigenkapitalquote von 2017 auf 2018 ist die Finanzverbindlichkeitsquote im gleichen Zeitraum von 41,9 % auf 42,2 % leicht angestiegen. Erkennbar wird weiter, dass auch die mittlere 50 %-Streuung unter dem benannten Grenzwert von 55,0 % bleibt. Wie noch zu betrachten sein wird, erscheint es insgesamt interessant, dass das sinkende Marktzinsniveau im Zeitverlauf über die vergangenen Jahre nicht zu einer Ausweitung der prozentualen Verbindlichkeitsfinanzierung geführt hat. Im Rahmen der Analyse des dynamischen Verschuldungsgrads wird nachfolgend noch sichtbar werden, dass sich hier das Verhältnis von (Netto-)Verbindlichkeiten zum EBITDA im Verlauf ausgeweitet hat.

## 5 Liquidität und Cashflows – Schuldendeckungsfähigkeit

Die Analyse der Liquiditätssituation von Unternehmen kann auf unterschiedlichen Wegen erfolgen. Adäquat sind dabei aus heutiger Sicht weniger die traditionellen Liquiditätsgrade ersten, zweiten und dritten Grades, die primär auf die statische Messung der Deckungsrelationen im Umlaufvermögen ausgerichtet sind. Im Fokus der hier vorliegenden empirischen Analyse der Kennzahlen von EVU stehen vielmehr indirekt und gleichzeitig integriert abgeleitete Liquiditätskennzahlen, die auf Cashflow-Ansätzen beruhen und sich somit eignen, gleichzeitig über die Finanz- und Ertragslage von Unternehmen zu berichten. Grundsätzlich ist zu beachten, dass in der Analyse der finanziellen Stabilität von Unternehmen die dynamische Betrachtung von Bilanzgröße zu Stromgröße gegenüber der statischen Betrachtung von Bilanzgröße zu Bilanzgröße an Bedeutung gewinnt und sich schon weithin etabliert hat. Diese Entwicklung begründet sich einfach durch die höhere und zudem dynamische Aussagekraft entsprechender Analysen.

Cashflows eignen sich insbesondere auch für die Analyse der Schulden-tragfähigkeit eines Unternehmens. Dabei wird – wie der Name vermuten lässt – betrachtet, ob Unternehmen in der Lage sind, die von ihnen aufgenommenen Verbindlichkeiten mit Zins und Tilgung zu bedienen. Die betreffenden Analysen sollten dabei möglichst über mehrere Perioden hinaus darstellbar sein.

Die Messung der Schuldendeckungsfähigkeit erfolgt üblicherweise, indem die erwirtschaftete Liquidität – in Form von Varianten des Cashflows oder Werten des EBITDA oder EBIT – ins Verhältnis zu der gesamten Finanzverschuldung, den Zinsaufwendungen oder auch direkt dem Kapitaldienst, bestehend aus Zins und Tilgung, gesetzt wird. Mittelbar wird auf diese Weise analysiert, ob die von einem Unternehmen kreditfinanzierten Investitionen oder generell aufgenommenen Kreditbelastungen durch die in Folge verdienten Erträge

oder Cashflows getragen werden können. Wie bereits herausgestellt wurde, betrachten die hier relevanten Kennzahlen entsprechend die Beziehung zwischen der Finanz- und Ertragslage von Unternehmen. Nachvollziehbar führen schwächere Ergebnisse, hohe Ausschüttungsquoten und hohe Investitionen grundsätzlich zu einer Belastung der hier betrachteten Liquiditätsrelationen. Zum Vergleich von Unternehmen bezüglich ihrer Liquiditätssituation untereinander eignen sich besonders spezifische Kennzahlen, die auch bei der Ausarbeitung Cashfloworientierter Ratingansätze zum Tragen kommen. Dies sind etwa die Zinsdeckungsgrade auf Basis des EBITDA oder EBIT sowie der dynamische Verschuldungsgrad, der die Verbindlichkeiten ins Verhältnis zu dem Wert des EBITDA setzt.

In der vorliegenden Studie werden die folgenden Werte in die Analyse einbezogen:

1. der einfache Cashflow als Maß der operativen Liquiditätskraft
2. der Residual-Cashflow als Kennzeichen der operativen Liquidität nach Ausschüttungen und Kapitaldienstfähigkeit
3. der freie Cashflow als Maß der Kapitaldienstfähigkeit nach Ausschüttungen und Investitionstätigkeit, aber vor Bewegungen im Finanzierungs-Cashflow
4. der EBITDA-Zinsdeckungsgrad als Maß für die Fähigkeit, die Zinsverpflichtungen gegenüber den (Fremd-)Kapitalgebern zu erfüllen
5. der dynamische Verschuldungsgrad auf Basis des EBITDA als Ertragskennzahl, die infolge ihrer Bereinigung um Abschreibungen dem operativen Cashflow sehr nahekommt

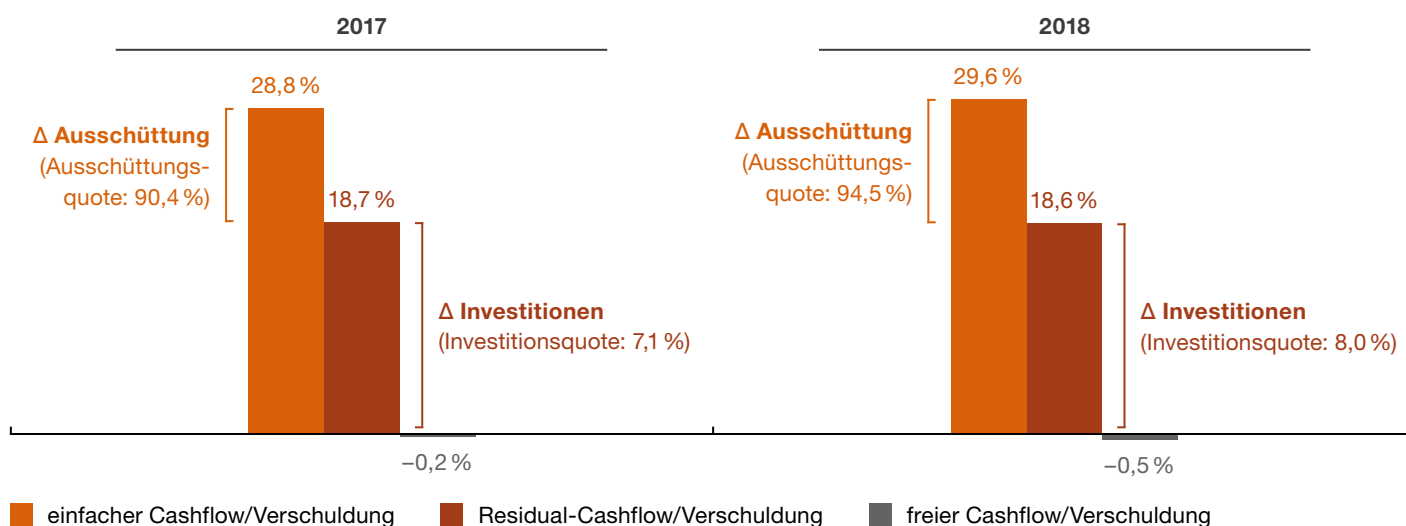
Es erfolgt jeweils – sofern nicht explizit anders angegeben – der Bezug auf das Bruttofinanzierungsvolumen der betrachteten Unternehmen. Alle Cashflows wurden in der vorliegenden Studie um die zusätzlich erhobenen Aufwendungen aus der Aufzinsung von Rückstellungen bereinigt.

Für die Analyse und Steuerung der betreffenden Kennzahlen in einzelnen Unternehmen ist die Ableitung einer treffsicheren, integrierten Liquiditätsplanung und Installation eines adäquaten Liquiditätscontrollings erforderlich. Die Liquiditätsplanung ist Aufsatzpunkt für die eingehende Prüfung der Kapitaldienstfähigkeit und für die Ableitung des Kapitalbedarfsplans. Unter anderem Finanzierungsvolumina, Abrufzeitpunkte, Tilgungsstrukturen und die notwendige Höhe variabel ausnutzbarer Liquiditätslinien werden anhand der Liquiditätsplanung festgesetzt. Entsprechend kommt es vielfach darauf an, die relevanten Kennzahlen nicht allein in einer Periode, sondern stattdessen über eine Zeitreihe hinaus zu betrachten. Dies entspricht auch dem Ansatz und Ziel der vorliegenden Studie.

Die aus den entsprechenden Analysen identifizierten fallweisen Liquiditätslücken sind von den betreffenden Unternehmen durch zusätzliche Finanzierungen auszugleichen. Entsprechend stellt die Cashflow-Analyse einen zentralen Ansatz für die Bewertung der Schuldentragfähigkeit von Unternehmen sowie einen Ansatzpunkt zur Optimierung ihrer Finanzierungsstrukturen dar.

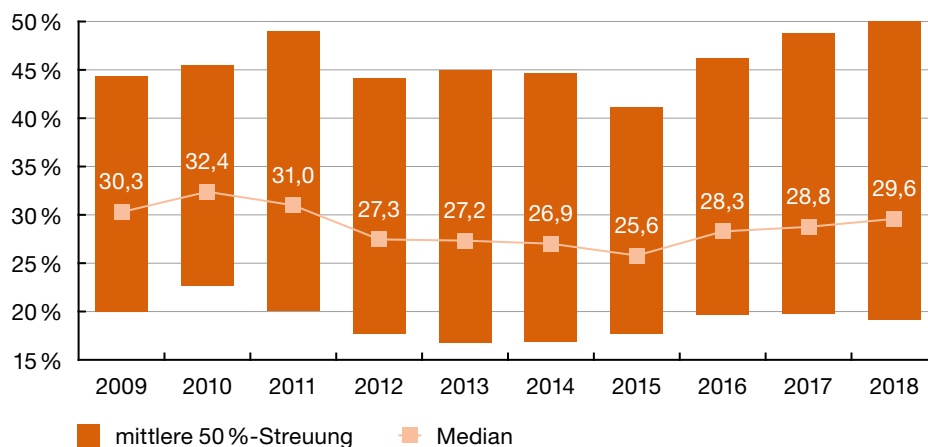
Zusammenfassend stellen sich die Liquiditätskennzahlen auf Ebene der Cashflows für das Berichtsjahr 2018 und die Vorjahresreferenzwerte zueinander wie folgt dar:

Abb. 18 Liquiditätskennzahlen der Jahre 2017 und 2018 im Überblick



## 5.1 Einfacher Cashflow

Abb. 19 Einfacher Cashflow zur Verschuldung



Der Medianwert des einfachen Cashflows<sup>8</sup> zu den Bruttofinanzschulden schwankt in den vergangenen zehn Jahren in der Nähe der 30 %-Marke. Werte über 30 % wurden nur in den Jahren 2010 und 2011 erreicht. Die Werte der Jahre 2016 bis 2018 liegen leicht steigend bei 28,3 %, 28,8 % und 29,6 %. Gemessen an dem Richtwert für eine mindestens zufriedenstellende Kreditbonität liegen die analysierten EVU im Median weiterhin in einem insgesamt guten Kennzahlenbereich. Die Branche verfügt insofern im Median über eine ausreichende Grundbonität und ausreichendes operatives Liquiditätspotenzial, um die aktuellen Verschuldungsniveaus zu tragen.

<sup>8</sup> Der betreffende Wert wird ausgehend vom Jahresüberschuss ermittelt; soweit bekannt, erfolgt eine Bereinigung um wesentliche liquiditätsunwirksame Erträge/Aufwendungen (hier insbesondere Abschreibungen, ab 2012: Aufzinsungseffekte).

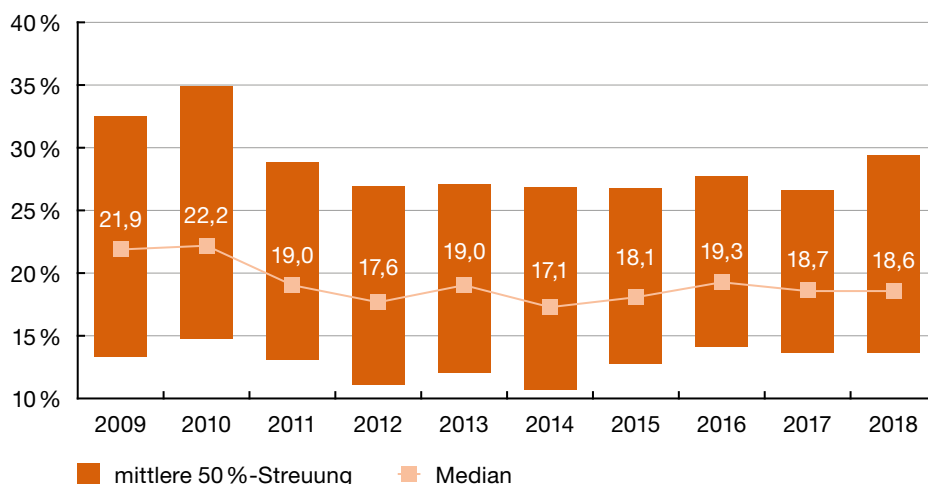


Richtwert für eine mindestens  
zufriedenstellende Kreditbonität

EVU rund 15 % (und mehr)

## 5.2 Residual-Cashflow

Abb. 20 Residual-Cashflow zur Verschuldung



Die Berechnung der Residual-Cashflow-Kennzahl setzt auf dem zuvor betrachteten einfachen Cashflow auf und bezieht zusätzlich den Abzug der Ausschüttungen mit in die Betrachtung ein. Die resultierende Kennzahl wird wieder ins Verhältnis zur Bruttofinanzverschuldung gesetzt. Ein Unternehmen kann aus den Residual-Cashflows seine Investitionen aus Eigenliquidität finanzieren und weiter Tilgungen auf Bestandskredite leisten – sofern der resultierende Wert dies hergibt.

Die Kennzahl liegt im Median auf einem insgesamt zufriedenstellenden bis guten Niveau. Sie fällt jedoch im Vergleich zum einfachen Cashflow schwächer aus. Diese Betrachtung bedeutet, dass das mittlere Ausschüttungsniveau der Branche der EVU – das branchenüblich auf einem tendenziell hohen Niveau liegt – zu einer Verschlechterung der Schuldendeckungsfähigkeit führt. Diese einfache Erkenntnis erscheint leicht nachvollziehbar, zu beachten sind aber die in der Branche der EVU recht hohen Ausschüttungsanteile. Im Zusammenhang mit der noch folgenden Betrachtung der Wirkung des Rückgangs des Marktzinsniveaus wird noch sichtbar gemacht, dass Teile der disponierten Erträge aus den entsprechenden Zinssenkungen resultieren.

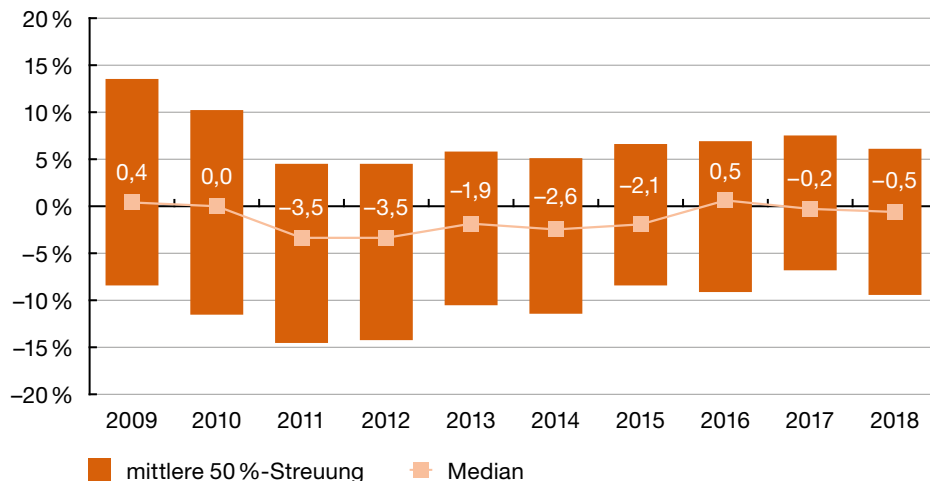
Der Medianwert des Residual-Cashflows zur Bruttofinanzverschuldung stellt sich in den Jahren 2016 bis 2018 als rückläufig dar. Im Jahr 2018 wird hier ein Wert in Höhe von 18,6 % ausgewiesen. Ursächlich für die leichte Verschlechterung der betreffenden Kennzahl ist die im Vergleich zur Ertragskraft und Cashflow-Generierung hohe Ausschüttung. Deren Quote steigt – wie gezeigt – von 2017 auf 2018 um etwa 4 Prozentpunkte an.

Richtwert für eine mindestens  
zufriedenstellende Kreditbonität

EVU rund 10–15 % (und mehr)

## 5.3 Freier Cashflow

Abb. 21 Freier Cashflow zur Verschuldung



In der nächsten Betrachtungsschicht der Schuldendeckungsfähigkeit folgt hier nun der freie Cashflow in Relation zu den Bruttofinanzschulden. Der freie Cashflow beschreibt die nach Ausschüttungen und Investitionen verbleibende operative Liquidität eines Unternehmens, die zur Bedienung von Finanzverbindlichkeiten verbleibt. Sofern sich hier Werte größer null ergeben, ist eine Schuldentilgung möglich. Unterdeckungen dagegen führen zu einer Reduzierung der liquiden Mittel oder einer Erhöhung der Bruttofinanzverbindlichkeiten. Der hier definierte freie Cashflow erfasst keine Schwankungen aus Veränderungen des Nettoumlaufvermögens, um tendenziell nachhaltige Finanzierungseffekte aus nachhaltigen Geschäftsergebnissen, Gewinnabführungen und Investitionen zu erfassen.

Der Zielwert für eine mindestens zufriedenstellende Kreditbonität ist bei einem Wert des freien Cashflows in Relation zu den Bruttofinanzschulden von mindestens null festzumachen. Grundlegend ist hier jedoch auch auf die Investitionssituation eines Unternehmens abzustellen. Sofern ein Unternehmen Wachstumsinvestitionen tätigt, ist ein negativer Wert für den freien Cashflow in Relation zu der betrachteten Verschuldung temporär begründbar und nachvollziehbar. Die getätigten Investitionen sollten jedoch in folgenden Jahren zu Ergebnissen führen, die diese negativen Werte wieder kompensieren. Grundsätzlich negativ zu bewerten ist es, wenn ein Unternehmen maximal in Höhe seiner laufenden Abschreibungen reinvestiert und dennoch nicht in der Lage ist, die dafür aufzuwendenden Mittel aus den eigenen Erträgen zu bestreiten. Letztlich sollte ein positiver freier Cashflow in Relation zu den Bruttofinanzschulden übrig bleiben.

Nachdem der Medianwert des freien Cashflows im Verhältnis zu den Bruttofinanzschulden in den Jahren 2016 und 2017 positiv ausgefallen war, ist diese Kennzahl 2018 wieder ins Negative (-0,7 %) abgerutscht. Auf der Passivseite schlägt sich dies in einem Anstieg der Verbindlichkeitsquote von 41,9 % im Jahr 2017 auf 42,2 % im Jahr 2018 nieder.

Die hier vorgenommene Analyse der Schichten des Cashflows in Relation zur Bruttofinanzverschuldung liefert in der dynamischen mehrjährigen Betrachtung wesentliche Erkenntnisse bezüglich erstens der finanziellen Tragfähigkeit des Geschäfts der betrachteten Unternehmen und weiter bezüglich der sich im Zeitverlauf einstellenden Finanzierungsbedarfe. Im Detail sind dabei weiter zweckmäßige Finanzierungslaufzeiten und tragfähige Tilgungsprofile abzuleiten. Mitunter kann in der praktischen Analyse von EVU festgestellt werden, dass schnelle Tilgungen – sichtbar kürzer als die Abschreibungszeiträume – bei gleichzeitigen Ausschüttungsansprüchen praktisch nicht darstellbar sind. In einigen Fällen wird auch die mangelnde Tragfähigkeit getätigter Investitionen an sich sichtbar.

Weiter liefert die hier vorgenommene Cashflow-Analyse auch für die Ableitung einer sachgerechten Eigenkapitalstrategie der betreffenden Unternehmen einen wesentlichen Beitrag. Sofern es das Ziel der betreffenden Unternehmen ist, zukünftiges Wachstum bei gleichzeitigem Erhalt einer stabilen Kapitalstruktur zu realisieren, so folgt aus den geplanten freien Cashflows und den Auswirkungen der Liquiditätsplanung auf den Bilanzplan der hierfür notwendige Eigenkapitaleinsatz. Die vielfach bilanzorientierte Diskussion zweckmäßiger Thesaurierungsquoten wird dieser Sichtweise entsprechend um die wesentliche liquiditätsorientierte Dimension erweitert.

Grundsätzlich lässt sich feststellen, dass die Umsetzung sich selbst tragender Investitionen zu guten Teilen mittels der Fremdkapitalfinanzierung darstellbar sein sollte. Ebenfalls sollte sich dann der Spielraum für Ausschüttungen an den Gesellschafter ergeben. Anders sieht es allerdings aus, wenn die getätigten Investitionen eine geringere Tragfähigkeit aufweisen. Dies ist in der Branche der EVU insbesondere für mindestens Teile der Aktivitäten im Bereich der Daseinsvorsorge der Fall. Einhergehend kann sich bei den betreffenden Unternehmen das Ausschüttungspotenzial einschränken. Probleme treten weiter dann auf, wenn sich im Bereich der an sich wirtschaftlich tragfähigen Investitionen in das Versorgungsgeschäft Reduzierungen der Ertragskraft ergeben.

---

Richtwert für eine mindestens  
zufriedenstellende Kreditbonität

---

EVU	> 0 %
-----	-------

---

## 5.4 Zinsdeckungsgrade

Die EBITDA-Zinsdeckung setzt den Wert des EBITDA ins Verhältnis zu den Brutto- oder Nettozinsaufwendungen. Die entsprechende Kennzahl wird auch von vielen Fremdkapitalgebern als eine der zentralen Kennzahlen der Kreditprüfung verwendet. Sie wird zudem in vielen gängigen internationalen und nationalen Ratingsystemen als sehr relevanter Wert angesetzt und kommt auch in vielen Finanzierungsverträgen als sogenannter Financial Covenant in Betracht. Dementsprechend kann auf einer soliden Vergleichsdatenbasis unterschiedlichen Zinsdeckungsgraden eine Ausfallwahrscheinlichkeit beigemessen werden.

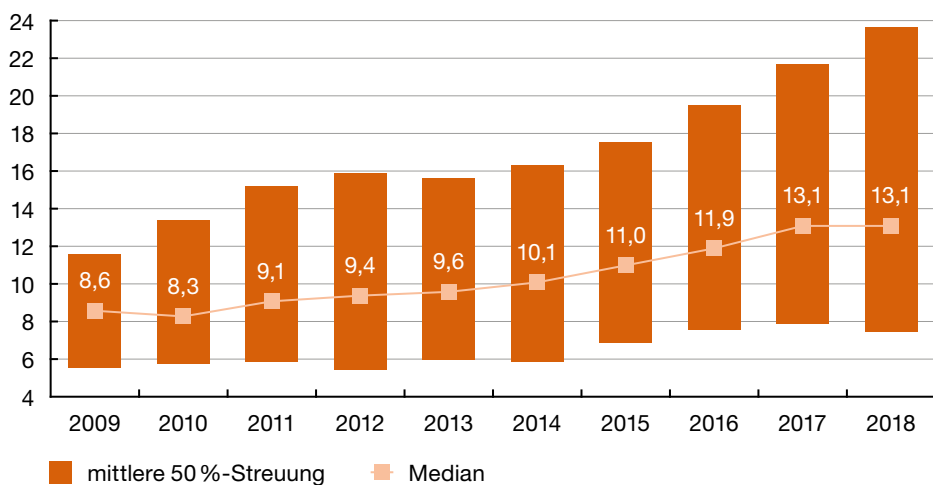
Der EBITDA-Zinsdeckungsgrad bemisst die Kapitaldienstfähigkeit anhand des EBITDA im Verhältnis zum Zinsaufwand.

Mit dem Zinsdeckungsgrad kann eine Aussage darüber getroffen werden, in welchem Maß die operative Ertragskraft eines Kreditnehmers die Bedienung der laufenden Finanzierungskosten sicherstellt. Da aus dem EBITDA neben den Zinsaufwendungen auch weitere Auszahlungen geleistet werden, sollte das EBITDA das Niveau des Zinsaufwands hinreichend deutlich übersteigen. Die weiteren zu bestreitenden Auszahlungen sind zum Beispiel eben die Steuern, gegebenenfalls Schwankungen im Umlaufvermögen, der innenfinanzierte Anteil der Investitionstätigkeit, Kredittilgungen sowie schließlich mögliche Ausschüttungen. Trotz der augenscheinlich vielen weiteren Zahlungsanforderungen an den Wert des EBITDA hat sich dessen Verhältnis ausschließlich zum Zinsaufwand im Verlauf vieler Analysen zu einer vielfach sehr aussagekräftigen Standardkennzahl entwickelt. Grund dafür ist neben dem belegten Aussagegehalt der Kennzahl auch dessen relativ einfache Berechenbarkeit. Der EBITDA-Wert kann – als Cashflow-nahe Größe – einfach aus der Gewinn-und-Verlust-Rechnung abgeleitet werden; die Verbindlichkeiten sind der Bilanz zu entnehmen.

Um dem Liquiditätscharakter der Kennzahl noch besser Rechnung zu tragen, werden in der vorliegenden Studie die in der Position „Zinsen und ähnliche Aufwendungen“ erfassten, nicht unmittelbar liquiditätswirksamen Aufwendungen aus der Aufzinsung von Rückstellungen herausgerechnet; dies betrifft insbesondere die Pensionsrückstellungen. Die Kennzahl liegt daher für alle Untersuchungsjahre etwas höher als bisher und dokumentiert zudem im Zeitverlauf stärker als bisher die positiven Effekte aus dem niedrigen Marktzinsumfeld. Die im Zeitverlauf deutlich werdenden Wirkungen des Niedrigzinsumfelds werden im weiteren Verlauf dieser Studie noch näher betrachtet.

Art des Stadtwerks	tendenziell unbedenklicher EBITDA-Zinsdeckungsgrad
EVU ohne eigene Netze	≥ 5,0x
EVU mit eigenen Netzen	≥ 3,5x

**Abb. 22 EBITDA-Zinsdeckungsgrad im Zeitverlauf von 2009–2018**



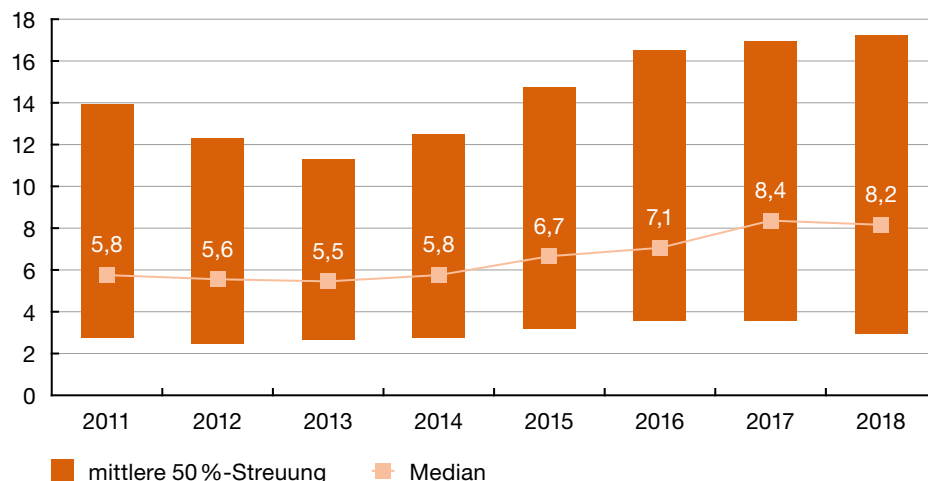
Aus Ratinganalysen und der Finanzierungspraxis heraus haben sich als grober Grenzwert für unbedenkliche Ausprägungen von EBITDA zu Zins bei EVU ohne eigene Netze 5,0x und mit eigenen Netzen 3,5x herausgebildet. Netzinvestitionen sind Infrastrukturinvestitionen, die sich aus finanzwirtschaftlicher Sicht grundsätzlich als sehr stabil kalkulierbar darstellen. Entsprechende Investitionen in Netze gehen grundsätzlich mit einer relativ höheren Kredittragsfähigkeit und damit auch der Möglichkeit einer relativ höheren Verschuldung einher. Im Einzelfall sind hier insbesondere Strom-, Gas- und Wassernetze zu betrachten. Grundsätzlich fallen auch Erzeugungsanlagen in die Kategorie der Assets, die höhere Kreditlasten erstens rechtfertigen und zweitens gut tragen; zuletzt hat es hier jedoch insbesondere im Bereich der konventionellen Erzeugung einige Einbußen bei den Rentabilitäten gegeben.

Der – um Aufzinsungseffekte bereinigte – EBITDA-Zinsdeckungsgrad steigt im Mehrjahresverlauf insbesondere aufgrund des durchschlagenden rückläufigen Zinsniveaus kontinuierlich an.

Der EBITDA-Zinsdeckungsgrad steigt – primär aufgrund des Rückgangs des Marktzinsniveaus – über den Zeitraum der hier betrachteten zehn Jahre von 8,6x im Jahr 2009 auf 13,1x im Jahr 2018 an. Neben dem Marktzinsniveau sind auch die Veränderungen der Kreditvolumina sowie die Veränderungen des EBITDA-Werts zu beachten. Im Vergleich ist der dominierende Effekt auf den Durchschlag der niedrigeren Marktzinssätze zurückzuführen.

Mitunter wird im Rahmen der Analyse der Zinsdeckungsgrade auch die Relation des EBIT zum Zinsaufwand betrachtet. Im Unterschied zum EBITDA ist dem EBIT jedoch keine Cashflow-Qualität zuzurechnen. Grundsätzlich folgen entsprechende Betrachtungen der gleichen Logik wie die Analyse der Relation des EBITDA zum Zinsaufwand. Um den Unterschied zwischen dem EBITDA-Zinsdeckungsgrad und dem EBIT-Zinsdeckungsgrad aufzuzeigen, sollen hier die entsprechenden Werte für den Zeitraum 2011 bis 2018 aufgezeigt werden.

Abb. 23 EBIT-Zinsdeckungsgrad im Zeitverlauf von 2011–2018



## 5.5 Dynamischer Verschuldungsgrad

Der dynamische Verschuldungsgrad entspricht dem Verhältnis der Nettofinanzverschuldung zum EBITDA.

Der dynamische Verschuldungsgrad hat sich im Verlauf der letzten Jahre zu einer zentralen Kennzahl für die Bewertung der Finanz- und Ertragslage von Unternehmen entwickelt. Die Kennzahl ist definiert als das Verhältnis von Nettoverschuldung eines Stichtags zum EBITDA des betreffenden Jahreszeitraums. Alternativ wird mitunter auch mit der Bruttoverschuldung gerechnet. Das EBITDA ist hier als eine dem Cashflow aus operativer Geschäftstätigkeit angenäherte Ertragsgröße betrachtbar. Die Finanzverschuldung, das heißt das verzinsliche Fremdkapital, stellt nach Verrechnung mit der freien Liquidität das Volumen der tatsächlichen Verschuldung dar. Diese in der Kreditwürdigkeitsprüfung zentrale Kennzahl gibt Aufschluss darüber, in welchem Zeitraum der Schuldner auf Basis seiner aktuellen Ertragskraft seine Schulden zurückführen könnte, und stellt damit die – theoretische – rechnerische Entschuldungsdauer des Unternehmens dar.

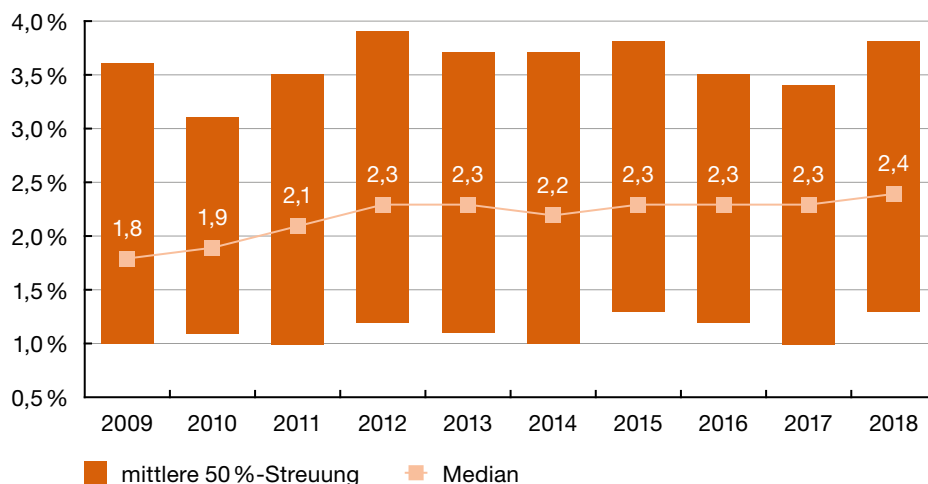
Zu beachten ist, dass der dynamische Verschuldungsgrad eine Bestandsgröße der Bilanzsphäre mit einer Stromgröße der Gewinn-und-Verlust-Rechnung ins Verhältnis setzt. Die Kennzahl reagiert in vielen Fällen sehr deutlich auf Ertragsveränderungen. Bewegungen innerhalb der Verschuldung eines Unternehmens stellen sich in der Regel als weniger beweglich dar, als es die Ertragskraft ist. Bezüglich der Branche der EVU ist zu berücksichtigen, dass diese bezüglich ihrer Ertragskraft im Vergleich zu vielen anderen Branchen eher weniger volatil dasteht. Entsprechend stellen sich auch Schwankungen des dynamischen Verschuldungsgrads eher als mehrjährige Trends dar.

Bezüglich des dynamischen Verschuldungsgrads ist weiter festzustellen, dass dieser Wert auf der einen Seite als Liquiditätskennzahl mit Cashflow-Nähe Aussagen zur Schuldendeckungsfähigkeit ermöglicht. Andererseits ist aber auch festzustellen, dass die betreffende Kennzahl in neueren Analysen auch als dynamische Kapitalstrukturkennziffer interpretiert und angesetzt wird. Es resultiert die einfache ableitbare Erkenntnis, dass ein Unternehmen mit über mehrere Perioden solidem Verhältnis der Verschuldung zum EBITDA insgesamt eher als solide zu bewerten ist – und umgekehrt.

Grundsätzlich gilt, dass Unternehmen mit höheren Geschäftsrisiken nur niedrigere Finanzierungsrisiken tragen können – und umgekehrt. Ein im Handel tätiger Energiedienstleister beispielsweise dürfte im Durchschnitt deutlich niedrigere dynamische Verschuldungsgrade (und damit niedrigere finanzielle Risiken) tragen können als ein vertikal integrierter Versorger, der zwar den allgemeinen Herausforderungen der Branche unterliegt, nicht aber ausschließlich den typischen Handelsvolatilitäten und Risiken. Auch wird langfristiges, produktives Infrastrukturanlagevermögen tendenziell zu höheren Anteilen mit Fremdkapital finanziert, sodass EVU mit eigenen Strom-, Gas- oder Abwasser-netzen eine tendenziell höhere Fremdkapitalquote und dementsprechend einen höheren dynamischen Verschuldungsgrad tragen können.

Art des Stadtwerks	tendenziell unbedenklicher dynamischer Verschuldungsgrad
EVU ohne eigene Netze	≤ 3,0x–3,5x
EVU mit eigenen Netzen	≤ 3,5x–4,0x

Abb. 24 Dynamischer Verschuldungsgrad im Zeitverlauf von 2009–2018



Nach dem Anstieg über die Marke von 2,0x in den Jahren 2009 bis 2011 stellt sich die Entwicklung des dynamischen Verschuldungsgrads in der Branche der EVU im Median tendenziell seitwärts gerichtet dar. Im Jahr 2017 liegt der Wert bei 2,3x und im Jahr 2018 bei 2,4x.

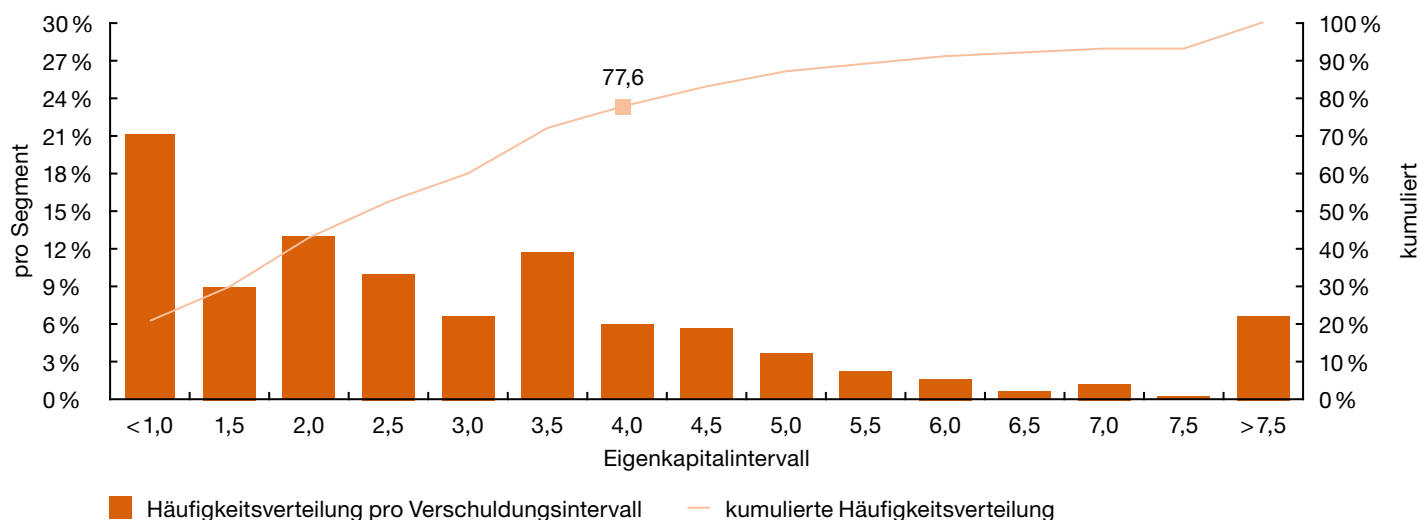
Der dynamische Verschuldungsgrad hält sich seit acht Jahren über der Marke von 2,0x – die aktuelle Schwankungsbreite liegt bei 2,3x bis 2,4x.

Nachdem die ausgewiesenen Finanzschulden im Jahr 2017 genauso wie im Vorjahr gesunken sind, nehmen sie in den EVU-Bilanzen im Jahr 2018 wieder zu. Die Bruttofinanzschulden steigen im Jahr 2018 im Durchschnitt um 1,1 %, wobei die Nettofinanzschulden nach Verrechnung mit freien Kassenbeständen zum Bilanzstichtag einen noch stärkeren Anstieg ausweisen (+2,0 %). Verbunden mit der reduzierten Ertragskraft stellt sich eine leichte Verschlechterung des dynamischen Verschuldungsgrads in Form eines leicht erhöhten Werts ein.

Der Anteil der EVU mit dynamischen Verschuldungsgraden von größer 4,0x steigt sichtbar von 18,6 % (2017) auf 22,4 % (2018). Auch die ausgewiesene mittlere Streuung um den Medianwert ist für die Mehrheit der berechneten Kennzahlen seit 2016 ansteigend. Entsprechend stellen sich die Verhältnisse einzelner Unternehmen – verborgen hinter der hier vorgenommenen Mittelwertbetrachtung – differenzierter dar. Für EVU im oberen Quartil der Benchmark kann der erfolgreiche Abschluss neuer Finanzierungen fallweise eine Herausforderung bedeuten und mitunter die Einbeziehung der Bonität des Gesellschafters notwendig machen. Dies gilt insbesondere bei Verschuldungsgraden oberhalb von 5,0x. In der Finanzierungspraxis ist festzustellen, dass finanzierende Banken bei zu hohen Werten des dynamischen Verschuldungsgrads nicht gern einfach auf den Gesellschafter abstellen, sondern die Tilgungsfähigkeit des betreffenden Unternehmens samt seinen Projekten direkt gesichert sehen wollen. In vielen Fällen führt dieser Umstand zu einer Auflage, die mindestens mittelbar die Ausschüttung der Gesellschaft an die Gesellschafter einschränken kann.

Häufigkeitsverteilung in dem EVU-Gesamtpanel

**Abb. 25 Häufigkeitsverteilung des dynamischen Verschuldungsgrads (2018)**



In vielen Kreditverträgen wird der dynamische Verschuldungsgrad als Relation der Verschuldung zum EBITDA als Financial Covenant festgemacht. Dies bedeutet dann, dass die Kreditnehmer ihre Kreditzusage sowie deren Aufrechterhaltung von der Einhaltung der hier fixierten Grenze abhängig machen. Für die Geschäftsleitung eines EVU ist diese Kennzahl – mithin und ohnehin – eine interessante Kenngröße, auf die für die wirtschaftliche Betrachtung des betreffenden Unternehmens dessen Steuerung ausgerichtet werden kann. Im Ergebnis heißt dies, dass zu tätige Investitionen nur dann in das Portfolio passen, wenn sie für allein sich oder im Verbund mit anderen Aktivitäten die betreffende Kennzahl einhalten können. Ist dies dann nicht der Fall, sollten die betreffenden Investitionen aus wirtschaftlicher Perspektive noch einmal überdacht werden. Sofern es sich um Aufgaben der Daseinsvorsorge handelt, sollte dieser Umstand dann auch als gewollte wirtschaftliche Belastung eingeordnet werden.



## 6 Tabellarische Zusammenfassung wesentlicher Kennzahlen

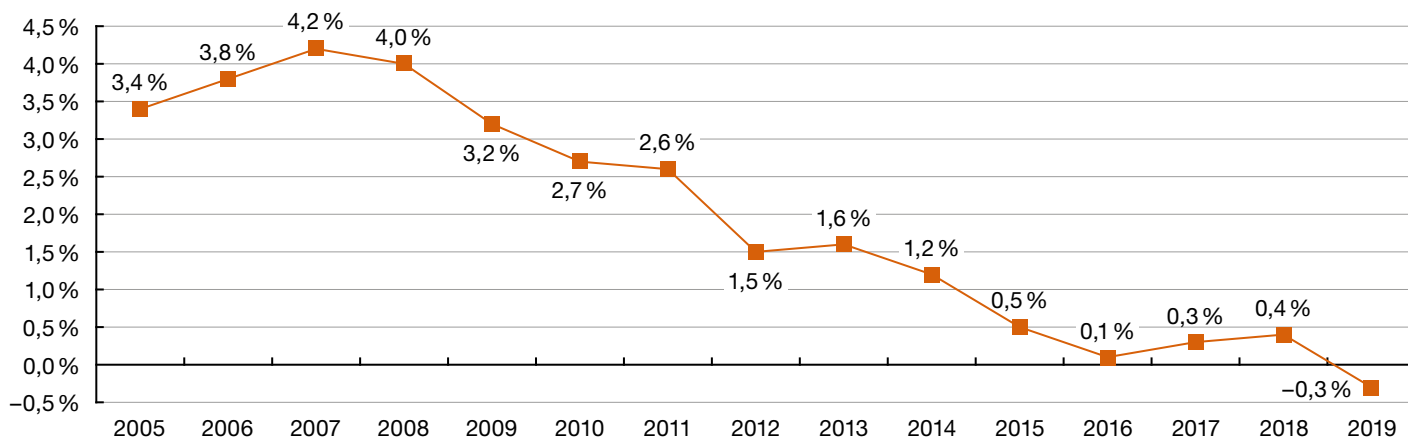
Abb. 26 Tabellarische Kennzahlenzusammenfassung (Gesamtpanel), EVU-Panel 2011–2018

Kennzahl	Ausprägung (Median)							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>C2 Gewinn-und-Verlust-Rechnung – Ertragslage und Rentabilität</b>								
Nettoumsatzwachstum	–	4,8 %	5,0 %	–5,0 %	0,2 %	1,9 %	–0,3 %	0,0 %
EBITDA-Marge	14,1 %	13,4 %	13,2 %	13,6 %	15,0 %	14,7 %	14,6 %	13,5 %
EBIT-Marge	7,9 %	7,1 %	7,1 %	7,2 %	8,4 %	8,2 %	8,3 %	7,4 %
<b>C3 Bilanz – Investitionen</b>								
Anlagenquote	74,7 %	74,5 %	75,2 %	76,2 %	77,8 %	78,3 %	78,5 %	79,0 %
Anlagenwachstum	2,0 %	1,9 %	1,6 %	1,9 %	2,1 %	1,3 %	2,0 %	2,5 %
Investitionsquote	–	9,8 %	7,6 %	7,6 %	7,6 %	7,5 %	7,1 %	8,0 %
Bilanzsummenwachstum	–	2,5 %	2,1 %	0,6 %	–0,3 %	1,4 %	1,8 %	2,2 %
<b>C4 Bilanz – Kapitalstruktur</b>								
Eigenkapitalquote (bilanziell)	33,9 %	33,4 %	33,2 %	33,6 %	34,4 %	35,4 %	36,5 %	36,1 %
Eigenkapitalquote (wirtschaftlich)	42,4 %	41,5 %	40,7 %	40,7 %	42,3 %	42,7 %	42,9 %	43,2 %
Ausschüttungsquote	98,7 %	90,0 %	92,9 %	92,7 %	91,9 %	88,7 %	90,4 %	94,5 %
Verbindlichkeitenquote	40,8 %	41,7 %	43,1 %	42,1 %	42,7 %	42,3 %	41,9 %	42,2 %
Wachstum der Bruttofinanzschulden	–	4,4 %	1,1 %	–1,6 %	1,5 %	–2,5 %	–1,8 %	1,1 %
Wachstum der Nettofinanzschulden	–	9,5 %	–1,2 %	–4,4 %	6,5 %	–2,4 %	–5,5 %	2,0 %
<b>C5 Liquidität und Cashflows – Schuldendeckungsfähigkeit</b>								
Einfacher Cashflow zur Verschuldung	31,0 %	27,3 %	27,2 %	26,9 %	25,6 %	28,3 %	28,8 %	29,6 %
Residual-Cashflow zur Verschuldung	19,0 %	17,6 %	19,0 %	17,1 %	18,1 %	19,3 %	18,7 %	18,6 %
Freier Cashflow zur Verschuldung	–3,5 %	–3,5 %	–1,9 %	–2,6 %	–2,1 %	0,5 %	–0,2 %	–0,5 %
Dynamischer Verschuldungsgrad	2,1	2,3	2,3	2,2	2,3	2,3	2,3	2,4
EBITDA-Zinsdeckungsgrad	9,1	9,4	9,6	10,1	11,0	11,9	13,1	13,1

## D Marktzins versus Rentabilitätsentwicklung von EVU

Eine aktuelle Studie der Bank of England aus dem Januar 2020 stellte heraus, dass das internationale Marktzinsniveau bereits seit dem 13. Jahrhundert fällt und sich im Verlauf durchgängig im Bereich von Negativzinsen einpendeln sollte. Mit Blick auf die in dieser Studie betrachtete Zeitspanne erscheint es interessant, die Relation des Marktzinsniveaus zu den Kennzahlen der EVU einmal näher zu betrachten. Die folgende Abbildung zeigt die Entwicklung des Kapitalmarktzinses in Deutschland für den Zeitraum von 2005 bis 2019. Der Kapitalmarktzins ist der Zins für Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von neun bis zehn Jahren. Nicht beachtet wird hier, dass in den 80er- und 90er-Jahren noch deutlich höhere Marktzinsen vorherrschten. Während für die Periode von 2005 bis 2007 ein Anstieg des betreffenden Zinses von 3,35 % auf 4,22 % erkennbar ist, fällt dieser seit dem Jahr 2007 kontinuierlich und deutlich auf -0,25 % im Jahr 2019. Dieser Zinsrückgang ist mittelbar mit der Zinspolitik der Europäischen Zentralbank zu begründen, die sich als Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise in den Jahren 2008 und 2009 als expansiv eingestellt hat. Für den im Rahmen dieser Studie betrachteten Zeitraum ist ein Rückgang des Kapitalmarktzinses von 3,22 % im Jahr 2009 auf 0,40 % im Jahr 2018 zu beobachten. Für die Kreditnehmer ist auf diesen Zins noch ein Margenaufschlag zu berechnen, der sich vor allem an deren individuellem Risiko orientiert, was sich wiederum unter anderem aus den hier betrachteten Kennzahlen ableiten lässt.

Abb. 27 Kapitalmarktzins in Deutschland im Zeitraum 2005–2019

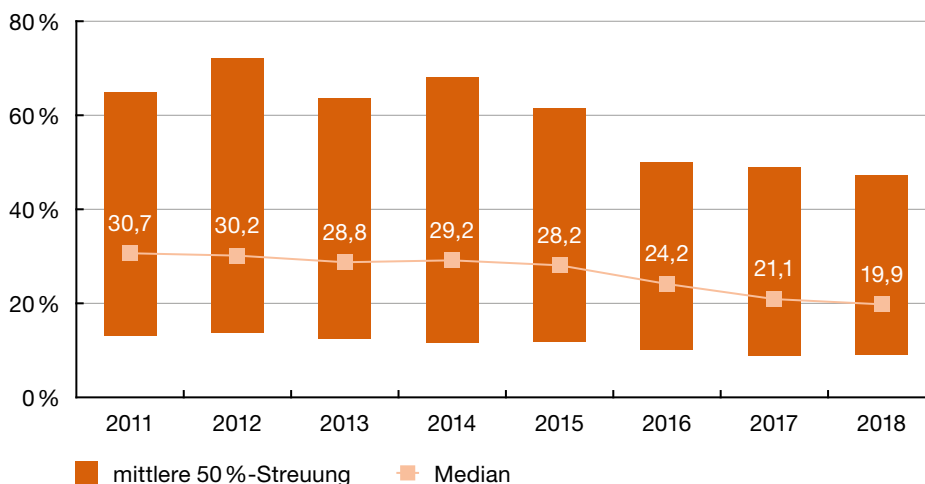


Im Rahmen der schon vorgestellten Analysen ist erkennbar geworden, dass im Zeitverlauf von 2009 bis 2018 die bilanzielle Eigenkapitalquote von 32,5 % auf 36,1 % und die Verbindlichkeitenquote von 41,4 % auf 42,2 % ansteigt – wobei leichte zwischenzeitliche Schwankungen ausgeblendet werden. Grundsätzlich wäre es denkbar gewesen, dass die Unternehmen den Rückgang des Zinsniveaus nutzen, ihre Finanzierung stärker in Richtung des dann günstigeren Fremdkapitals zu verschieben. Dies ist, wie die hier vorliegenden Analysen bestätigen, offenbar aber nicht der Fall. Tatsächlich steigt die Quote des bilanziellen Eigenkapitals sogar stärker als die des Fremdkapitals. Aus den Kennzahlen wird erkennbar, dass diese Verschiebungen zulasten der weiteren Positionen der Passivseite und hier geringfügig auch Bestandteilen der wirtschaftlichen Eigenkapitalquote zuzurechnen sind.

Eine in der Unternehmenslandschaft generell befürchtete Verschiebung hin zu Zuständen, in denen Unternehmen nur noch auf Grundlage des niedrigen Zinsniveaus existieren können (sogenannte „Zombieunternehmen“), kann für die betrachteten EVU nicht bestätigt werden. Mit Blick auf den dynamischen Verschuldungsgrad zeigt sich allerdings, dass dieser in dem Zeitraum von 2009 bis 2019 von 1,8x auf 2,4x ansteigt. Dementsprechend hat die EBITDA-Entwicklung hier nicht mit der Entwicklung der Verbindlichkeiten Schritt gehalten.

Im Rahmen der Analyse der Ertragskraft und der Ausschüttungskraft wird weiter erkennbar, dass sich der Zinsaufwand als Ertrag der Fremdkapitalgeber im Zeitverlauf reduziert. Dies kann etwa in der Betrachtung der Relation des Zinsaufwands zum Jahresüberschuss abgebildet werden; die untersuchten EVU wendeten einen wesentlich geringeren Beitrag ihres Jahresergebnisses für Zinsen. Hier sind die Werte von circa 30 % im Jahr 2011 auf nur noch circa 20 % im Jahr 2018 zurückgegangen. Angesichts des gesunkenen Zinsaufwands stand insofern ein höherer Anteil des Jahresergebnisses für Thesaurierungen und bzw. oder Ausschüttungen zur Verfügung.

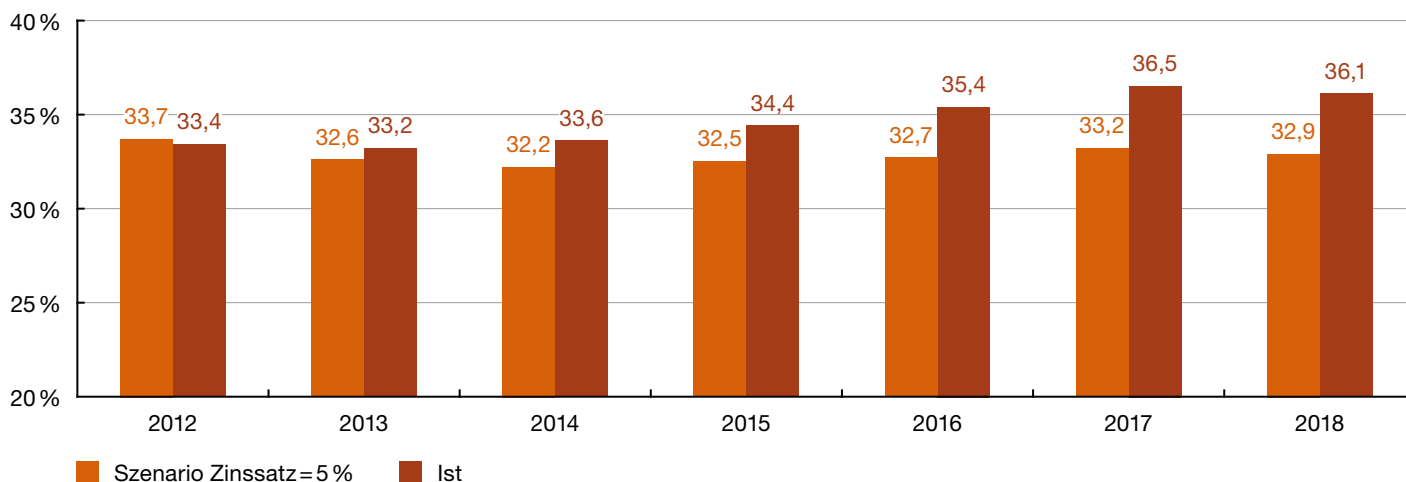
**Abb. 28 Zinsaufwand in Relation zum Jahresüberschuss**



Der Rückgang des Kapitalmarktzins entlastet die Zinskosten der EVU und begünstigt deren Ausschüttungsfähigkeit.

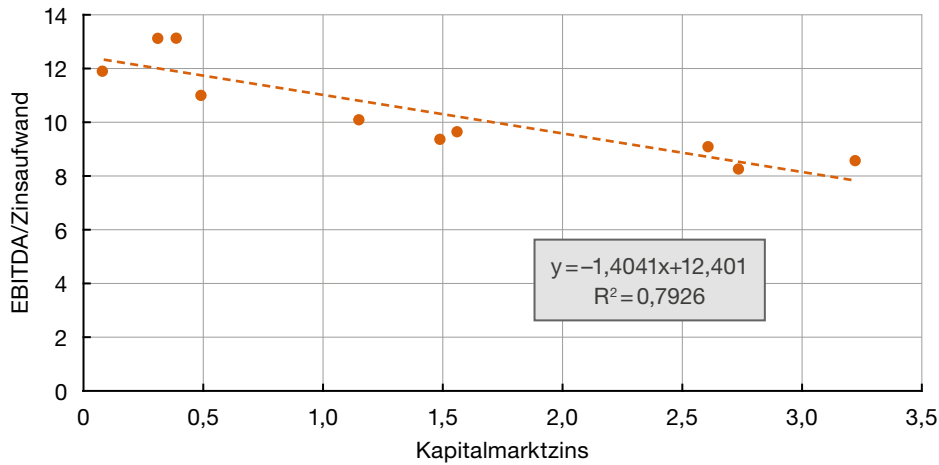
Da dieser Effekt über die Jahre kumuliert, ist festzustellen, dass ceteris paribus bei einem durchgängigen Kapitalmarktzins in Höhe von 5,0 % bei dann gleicher Verschuldung und gleichen Ausschüttungen die aktuelle Eigenkapitalquote im Mittel nur 32,9 % betragen würde statt 36,1 %, was einer Reduktion um etwa 9,0 % entspricht. Alternativ kann festgesellt werden, dass die Ausschüttungen der EVU an ihre Gesellschafter über den niedrigeren Marktzins gestützt werden.

**Abb. 29 Entwicklung der Eigenkapitalquote in den Jahren 2012–2016 unter Annahme eines konstanten Zinssatzes in Höhe von durchgängig 5,0 %**



Der Rückgang des Marktzinsniveaus ermöglicht weitere interessante Analysen. Es ist erkennbar, dass die bilanziellen Verhältnisse von Eigen- und Fremdkapital sich einhergehend mit dem Rückgang des Marktzinsniveaus im Betrachtungszeitraum nicht verschlechtern. Für den dynamischen Verschuldungsgrad ist dies jedoch mit einem Anstieg von 1,8x im Jahr 2009 auf 2,4x im Jahr 2018 umgekehrt der Fall. Wird der Rückgang des Zinsniveaus mit der Entwicklung des Zinsdeckungsgrads in Form des Verhältnisses des EBITDA zum Zinsaufwand ins Verhältnis gesetzt und eine Regressionsanalyse durchgeführt, ergibt sich das folgende Bild:

**Abb. 30 Korrelation des Verhältnisses von Zinsdeckungsgrad zum Marktzinsniveau im Zeitverlauf von 2009–2018**



Der Anstieg des Zinsdeckungsgrads korreliert offenbar stabil mit dem Rückgang des Marktzinsniveaus. Eine noch evidentere Korrelation ergibt sich, sofern der Finanzierungspraxis entsprechend eine Zeitverschiebung von – etwa – zwei Jahren zwischen Zinsveränderung und EBITDA-Veränderung einbezogen wird ( $y = -1,1958x + 13,002$ ;  $R^2 = 0,913$ ).

Dieser hier zu beobachtende Effekt ist tatsächlich auf den gesunkenen Marktzins und nicht etwa auf Verbesserungen der Rentabilität zurückzuführen. Im Verlauf über längere Zeiträume wird seitens vieler Analysten das grundsätzliche Risiko gesehen, dass sich das niedrige Zinsniveau insbesondere bei investitionsaktiven Unternehmen – wie den EVU – in deren Rentabilität niederschlägt. Im Verlauf würden vermehrt Investitionen getätigt, die sich erst – oder nur – aufgrund des niedrigen Zinsniveaus rechnen, was schließlich darin mündet, dass die Gesamtunternehmensrentabilität schleichend sinkt.

Im Rahmen der hier vorliegenden Studie ist festzuhalten, dass der makroökonomische Einfluss des Rückgangs des Zinsniveaus erstens nicht mit einer Verschlechterung der Kapitalstrukturen der EVU einhergeht. Zweitens geht der Rückgang des Zinsniveaus mit einer Entlastung auf der Kostenseite and damit Verbesserung der Ertragslage und schließlich Ausschüttungsfähigkeit einher. Drittens schließlich ist mittel- bis langfristig eine schleichende Eintrübung der Ertragslagen der Unternehmen möglich.

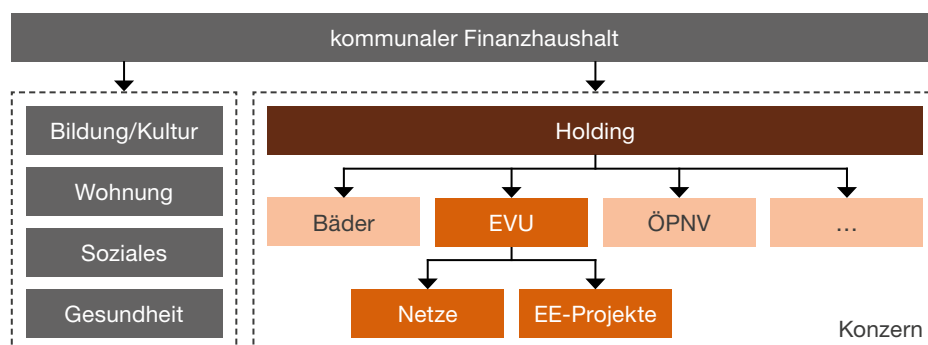
# E Finanzierung aus kommunaler Konzernsicht

## 1 Analyse der EVU-Konzerne

Die Studie zur Finanz- und Ertragslage der EVU wird hier um die Analyse der Datensätze privatwirtschaftlich organisierter, kommunaler Konzerne ergänzt. Entsprechende Datensätze liegen für die Jahre 2016 bis 2018 vor. Diese Erweiterung dient dem Abgleich der im Allgemeinen guten Kennzahlenverhältnisse der EVU mit den betreffenden Konzernverbänden.

Im Fokus liegt dabei insbesondere die Betrachtung der weiteren Tätigkeiten aus dem Bereich der Daseinsvorsorge, die vielfach zu einer Belastung der Finanz- und Ertragslage der Konzerne führen. Zu beachten ist allerdings, dass die betreffenden Aktivitäten in einigen Fällen auch direkt in den EVU angesiedelt sind und deren Ertragskraft mindern können. Unter Einbeziehung der Aktivitäten der Daseinsvorsorge stellen sich – wie schon begründet – schlechtere Kennzahlenverhältnisse ein. Dies führt mitunter dazu, dass anstehende Finanzierungen nur noch mithilfe der Bonität des Gesellschafters dargestellt werden können. Dies kann dann letztlich als Preis für die Übernahme der Aufgaben der Daseinsvorsorge gewertet werden. Grundsätzlich kann die Übertragung von – defizitären – Aufgaben an die EVU oder die betreffenden Konzerne sozusagen als „Gewinnverwendung vorweg“ verstanden werden, die im Ergebnis aber auch das Potenzial für weitere Ausschüttungen limitiert.

**Abb. 31 Exemplarische Darstellung des kommunalen Konzerns**



## 2 Ausgewählte Finanzierungskennzahlen aus der kommunalen Konzernbenchmark

Um die Mediankennzahlen für die Betrachtung der Konzerne abzuleiten, ist eine Konzentration auf eine Auswahl von 75 exemplarisch ausgewerteten kommunalen Konzernen erfolgt.

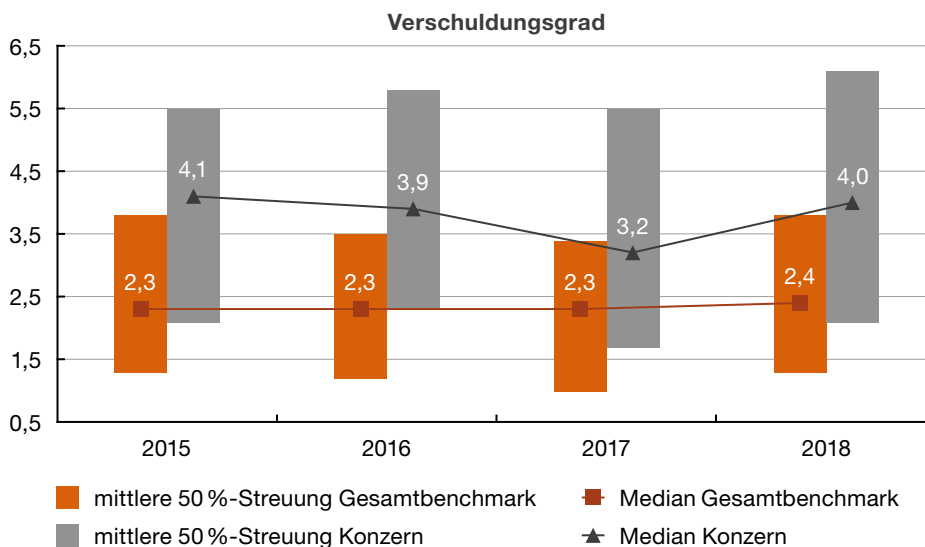
Um Abschreibungen auf Finanzanlagen bereinigt, weist jeder dritte der untersuchten Konzerne im Jahr 2016 negative konsolidierte Jahresergebnisse nach Steuern und Minderheiten aus. Das System der Gewinn- und Verlustverrechnungen verschiedener in den Konzernen gebündelter Aktivitäten führt mit steigender Tendenz nicht für alle kommunalen Konzerne zu einem mindestens ausgeglichenen Jahresergebnis. Vor besonderen Herausforderungen stehen diejenigen Konzerne, deren EVU nicht mehr im kommunalen Alleineigentum stehen, sodass anteilige Gewinne an außenstehende Mitgesellschafter abgeführt werden und zur Finanzierung sonstiger kommunaler Konzernaktivitäten nicht mehr zur Verfügung stehen.

Die Analyse bestätigt, dass die untersuchten Konzerne tendenziell etwas schlechtere Eigenkapital- und Verbindlichkeitenquoten aufweisen als die in dieser Studie zuvor dargestellten Werte der EVU. Dies ist insbesondere bei der Betrachtung des dynamischen Verschuldungsgrads festzustellen. Während die Verschuldungen höher ausfallen, stellt sich dies für die EBITDA-Werte genau umgekehrt dar. Im Detail liegen im Jahr 2018 die Verschuldungen der Konzerne um 1,7 Prozentpunkte über denen der EVU. Es ergibt sich das folgende Bild mit Verschuldungen in Relation zum EBITDA, die durchgehend eineinhalb mal so hoch sind wie jene der EVU auf Ebene der Einzelgesellschaft:

Finanz- und Ertragslagen von Konzernen fallen im Durchschnitt schwächer aus als die der einzelnen EVU.

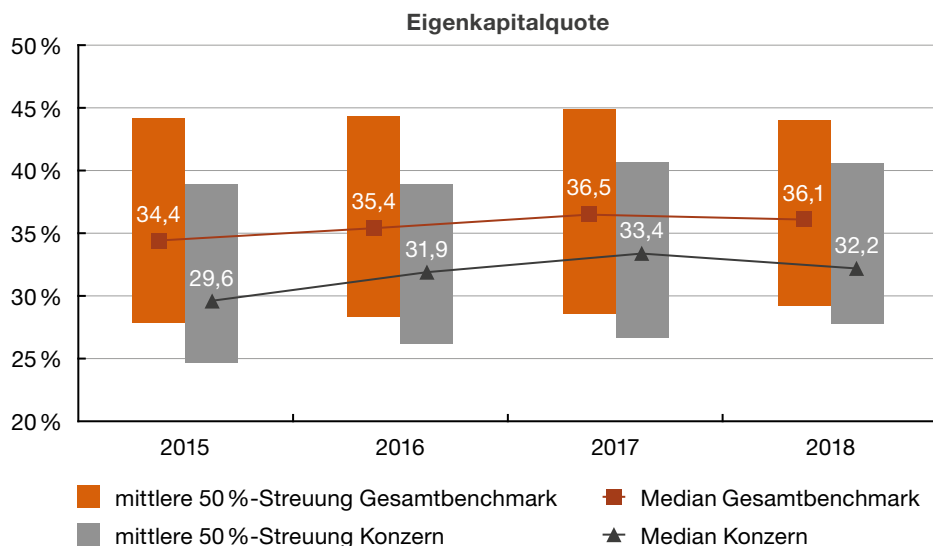
Insbesondere die Verschuldungskennzahlen fallen im Konzern im Querschnitt schwächer aus.

Abb. 32 Dynamischer Verschuldungsgrad im kommunalen Konzern 2015–2018



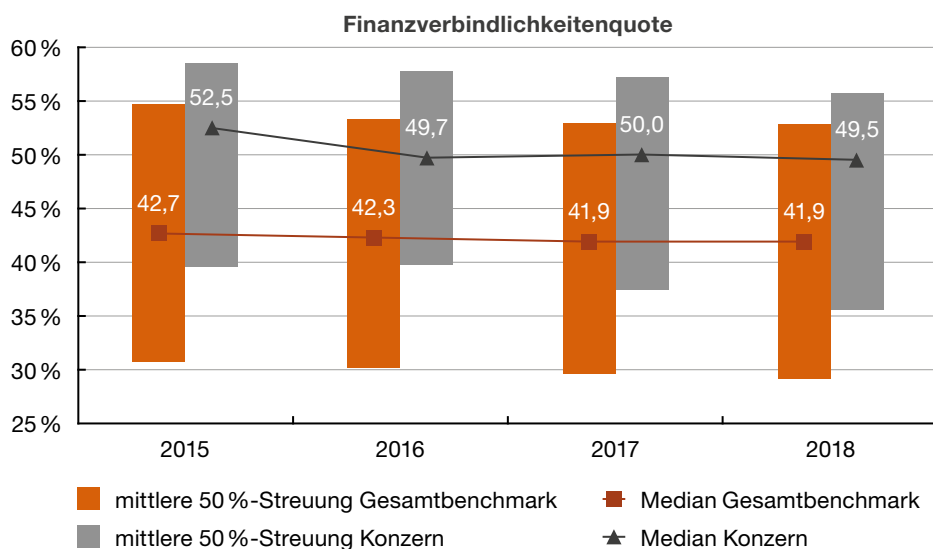
Analog zur dynamischen Verschuldung stellt sich das Bild der Eigenkapitalquote dar. Diese fällt für die betrachteten Konzerne durchgängig circa 4 bis 5 Prozentpunkte schwächer aus als für die EVU.

**Abb. 33 Bilanzielle Eigenkapitalquote im kommunalen Konzern 2015–2018**



Analog zur dynamischen Verschuldung sowie der Eigenkapitalquote stellt sich das Bild der Verbindlichkeitsquote dar. Diese fällt für die betrachteten Konzerne durchgängig circa 7 bis 10 Prozentpunkte höher aus als bei den betrachteten EVU.

**Abb. 34 Bilanzielle Finanzverbindlichkeitsquote im kommunalen Konzern von 2015–2018**





Die höheren Konzern-Verschuldungsgrade (2015: 4,1x; 2016: 3,9x; 2017: 3,2x; 2018: 4,0x) bestätigen, dass das auf Leistungsbereiche außerhalb der EVU entfallende Konzern-EBITDA deutlich kleiner ausfällt als das Finanzierungsvolumen. Gerade der dynamische Verschuldungsgrad zeigt hier auf, wie die zusätzliche Verschuldung durch ein deutlich unterproportional wachsendes EBITDA getragen werden muss.

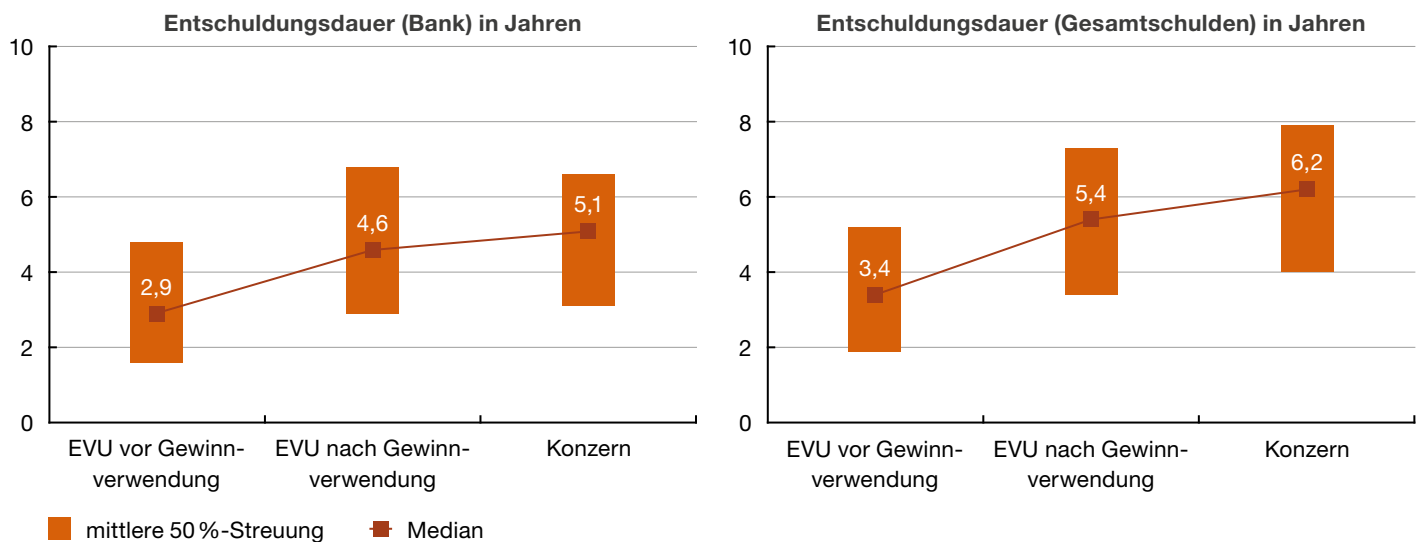
Deutlich höhere Verschuldungsgrade außerhalb der EVU-Aktivitäten belasten die Konzernkennzahlen.

Insbesondere Finanzierungen außerhalb der Versorgungssparte sind aus den Gesamtkonzernverhältnissen und nach Verrechnung von Ergebnis- und Verlustübernahmen aus weiteren Verbundbeziehungen heraus zu strukturieren. Die verbleibenden residualen Cashflows stellen hier eine wesentliche Determinante für die Beurteilung der Kapitaldienstfähigkeit und für die Ableitung des passenden Rückführungsszenarios dar. Hier muss insbesondere die Refinanzierung von Bestandskrediten möglichst vermieden oder die Schuldentragfähigkeit in den betroffenen Finanzierungsgesellschaften durch gezielte Maßnahmen verbessert werden.

Freie Plan-Cashflows vor Schuldendienst sind wesentlich für die Strukturierung der Finanzierung – Optimierung der Verbundbeziehungen.

Die Konzernanalyse weist für das Jahr 2018 eine mittlere Entschuldungsdauer von 5,1 Jahren (Bankkredite) bzw. 6,2 Jahren (Gesamtverschuldung) aus. Sie ist damit deutlich schlechter als die der Vorjahre. Dies hängt wesentlich damit zusammen, dass die Cashflow-Perspektive die Gewinnverwendung mit einschließt, sodass die Entschuldungsdauern der EVU durch die Gewinnabführung beeinträchtigt werden, während andere Konzernaktivitäten hiervon profitieren.

Abb. 35 Entschuldungsdauern in der EVU-Benchmark und im kommunalen Konzern 2018



# Ihre Ansprechpartner

## **Bernd Papenstein**

Gesamtverantwortung  
Tel.: +49 211 981-2639  
bernd.papenstein@pwc.com

## **Andreas Rams**

Analyse und Konzeption  
Tel.: +49 211 981-1718  
andreas.rams@pwc.com

## **Marcel Eilrich**

Tel.: +49 211 981-1221  
marcel.e.eilrich@pwc.com

## **Zane Dravante**

Tel.: +49 211 981-1222  
zane.dravante@pwc.com

## **Nadine Weuschek**

Tel.: +49 211 981-5950  
nadine.weuschek@pwc.com

## **Diana Schira**

Tel.: +49 211 981-1313  
diana.schira@de.pwc.com

## **Über uns**

Unsere Mandanten stehen tagtäglich vor vielfältigen Aufgaben, möchten neue Ideen umsetzen und suchen Rat. Sie erwarten, dass wir sie ganzheitlich betreuen und praxisorientierte Lösungen mit größtmöglichem Nutzen entwickeln. Deshalb setzen wir für jeden Mandanten, ob Global Player, Familienunternehmen oder kommunaler Träger, unser gesamtes Potenzial ein: Erfahrung, Branchenkenntnis, Fachwissen, Qualitätsanspruch, Innovationskraft und die Ressourcen unseres Expertennetzwerks in 157 Ländern. Besonders wichtig ist uns die vertrauensvolle Zusammenarbeit mit unseren Mandanten, denn je besser wir sie kennen und verstehen, umso gezielter können wir sie unterstützen.

PwC. Fast 12.000 engagierte Menschen an 21 Standorten. 2,3 Mrd. Euro Gesamtleistung. Führende Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft in Deutschland.



