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 Elrich, 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

<table>
<thead>
<tr>
<th>Abschnitt</th>
<th>Seite</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Abbildungsverzeichnis</td>
<td>4</td>
</tr>
<tr>
<td>Abkürzungsverzeichnis</td>
<td>5</td>
</tr>
<tr>
<td>A  Zusammfassung</td>
<td>6</td>
</tr>
<tr>
<td>B  Zielsetzung und Methodik</td>
<td>10</td>
</tr>
<tr>
<td>1  Zielsetzung</td>
<td>10</td>
</tr>
<tr>
<td>2  Methodik</td>
<td>10</td>
</tr>
<tr>
<td>3  Annahmen</td>
<td>13</td>
</tr>
<tr>
<td>C  EVU-Kennzahlenanalyse</td>
<td>14</td>
</tr>
<tr>
<td>1  Auswahl relevanter Kennzahlen</td>
<td>14</td>
</tr>
<tr>
<td>2  Gewinn-und-Verlust-Rechnung – Ertragslage und Rentabilität</td>
<td>15</td>
</tr>
<tr>
<td>2.1 Umsatz</td>
<td>16</td>
</tr>
<tr>
<td>2.2 EBITDA</td>
<td>17</td>
</tr>
<tr>
<td>2.3 EBIT</td>
<td>19</td>
</tr>
<tr>
<td>3  Bilanz – Investitionen</td>
<td>20</td>
</tr>
<tr>
<td>3.1 Anlagenquote</td>
<td>20</td>
</tr>
<tr>
<td>3.2 Investitionsverhalten</td>
<td>21</td>
</tr>
<tr>
<td>3.3 Finanzierung von Anlagenwachstum</td>
<td>22</td>
</tr>
<tr>
<td>4  Bilanz – Kapitalstruktur</td>
<td>25</td>
</tr>
<tr>
<td>4.1 Eigenkapitalquote</td>
<td>25</td>
</tr>
<tr>
<td>4.2 Ausschüttungsquote</td>
<td>28</td>
</tr>
<tr>
<td>4.3 Finanzverbindlichkeitenquote</td>
<td>29</td>
</tr>
<tr>
<td>5  Liquidität und Cashflows – Schuldendeckungsfähigkeit</td>
<td>30</td>
</tr>
<tr>
<td>5.1 Einfacher Cashflow</td>
<td>32</td>
</tr>
<tr>
<td>5.2 Residual-Cashflow</td>
<td>33</td>
</tr>
<tr>
<td>5.3 Freier Cashflow</td>
<td>34</td>
</tr>
<tr>
<td>5.4 Zinsdeckungsgrade</td>
<td>35</td>
</tr>
<tr>
<td>5.5 Dynamischer Verschuldungsgrad</td>
<td>38</td>
</tr>
<tr>
<td>6  Tabellarische Zusammenfassung wesentlicher Kennzahlen</td>
<td>41</td>
</tr>
<tr>
<td>D  Marktzins versus Rentabilitätsentwicklung von EVU</td>
<td>42</td>
</tr>
<tr>
<td>E  Finanzierung aus kommunaler Konzernsicht</td>
<td>46</td>
</tr>
<tr>
<td>1  Analyse der EVU-Konzerne</td>
<td>46</td>
</tr>
<tr>
<td>2  Ausgewählte Finanzierungskennzahlen aus der kommunalen Konzernbenchmark</td>
<td>47</td>
</tr>
<tr>
<td>Ihre Ansprechpartner</td>
<td>50</td>
</tr>
</tbody>
</table>
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 Investitionssumme 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. 14 Häufigkeitsverteilung der Eigenkapitalquote im Jahr 2018 ............... 27
Abb. 15 Ausschüttungssumme im Zeitverlauf von 2011–2018 .................. 28
Abb. 16 Häufigkeitsverteilung der Ausschüttungssumme im Jahr 2018 im Vergleich zum Jahr 2011 in kumulierten Werten .................. 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
Abbildungsverzeichnis/Abkürzungsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis

Abb. 23  EBIT-Zinsdeckungsgrad im Zeitverlauf von 2011–2018 ......................... 37
Abb. 25  Häufigkeitsverteilung des dynamischen Verschuldungsgrads (2018) ........................................................... 40
Abb. 26  Tabellische Kennzahlensummenfassung (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


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.


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


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 geringer werdenden 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).

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 %.


Im Jahr 2018 ist ein deutlicher Anstieg der Ausschüttungquote 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 Schulendienstfähigkeit. Die Cashflow-Deckungsquote, die als Verhältnis der freien Cashflows zu den Bruttofinanzschulden gemessen wird, ist dabei weiterhin ‒ allerdings nur ‒ knapp positiv (0,1 %).


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

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


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 die 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.


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. Schließlich stellen sich die Konzernzahlen im Durchschnitt schlechter dar als die der einzelständigen EVU.

---

2 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-Deckunggraden 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 Finanzierungs-tragfähigkeit 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 Zinssätzen 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
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


Zielsetzung und Methodik

Abb. 2 Aufbau der vorliegenden Studie

Gewinn- und Verlust-Rechnung

<table>
<thead>
<tr>
<th>Umsatzerlöse</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>– Materialaufwand</td>
</tr>
<tr>
<td>– Personalaufwand</td>
</tr>
<tr>
<td>–/+ sonstige betriebliche Aufwendungen/Erträge</td>
</tr>
</tbody>
</table>

= EBITDA
= Abschreibungen

= EBIT
–/+ Zinsaufwand/-erträge
– Steuern

= Jahresüberschuss

Bilanz

<table>
<thead>
<tr>
<th>Anlage-vermögen</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Umlauf-vermögen</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Eigenkapital</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Verbindlichkeiten</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Bilanzsumme</th>
</tr>
</thead>
</table>

Schuldendeckungsfähigkeit

Cashflow-Deckungsgrade
- einfacher Cashflow oder Residual-Cashflow oder freier Cashflow
- Bruttofinanzverschuldung

Ertragsbasierte Deckungsgrade
- dynamischer Verschuldungsgrad (EBITDA/Nettofinanzverschuldung)
- EBIT/Nettofinanzverschuldung
- Zinsdeckungsgrad


3 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.

4 Weitere Mittelwerte wie der Modus oder das geometrische Mittel führen zu keinen treffenden oder hier relevanten Aussagen und bleiben daher außer Betracht.
Zielsetzung und Methodik


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 Liquiditätssituation.


---

\(^5\) 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:

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


### Abb. 3 Überblick über indikative Richtwerte zu ausgewählten Finanzkennzahlen

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

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

2.1 Umsatz


Abb. 4 Nettoumsatzwachstum im Zeitverlauf von 2012–2018

2.2 EBITDA


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

% -P = Prozentpunkte

Benchmark EVU 2018
Benchmark EVU 2017


### 2.3 EBIT

Nach Abzug der Steuern vom EBITDA ergibt sich der Wert des Ergebnisses vor Zinsen und Steuern (EBIT). 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.


---

6 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.
3 Bilanz – Investitionen

3.1 Anlagenquote


3.2 Investitionsverhalten


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

<table>
<thead>
<tr>
<th>Jahr</th>
<th>Anlagenwachstum</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>2018</td>
<td>2,5 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2017</td>
<td>2,0 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2016</td>
<td>1,3 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2015</td>
<td>2,1 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2014</td>
<td>1,9 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2013</td>
<td>1,6 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2012</td>
<td>1,9 %</td>
</tr>
<tr>
<td>2011</td>
<td>2,0 %</td>
</tr>
</tbody>
</table>

3.3 Finanzierung von Anlagenwachstum


---

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

in %

Abnahme

Anlagevermögen 2017–2018

Umsatzrückgang

Umsatzsteigerung

%\(-P\) = Prozentpunkte

\begin{itemize}
  \item \textbf{I} Benchmark EVU 2018: 29\% \reduce{6}\%\(-P\)
  \item \textbf{II} Benchmark EVU 2017: 36\% \reduce{6}\%\(-P\)
  \item \textbf{III} Anlagevermögen 2017–2018: 30\% \add{2}\%\(+P\)
  \item \textbf{IV} Bankverbindlichkeitenquote 2017–2018: 4\% \reduce{1}\%\(-P\)
\end{itemize}

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 gestiegener Bankverbindlichkeitenquote 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 Bankverbindlichkeitenquote in Quadrant III ersichtlich ist. Grundsätzlich problematisch erscheint es, wenn gleichzeitig das Anlagevermögen reduziert wird und dennoch die Bankverbindlichkeitenquote 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.

4 Bilanz – Kapitalstruktur

4.1 Eigenkapitalquote


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 regulierungs-optimierte Finanzierung erfolgt mitunter die Finanzierung von Eigenkapitalfinanzierung anhand von Kreditmitteln. Bei der Beurteilung des Eigenkapitalniveaus soll mit Blick auf die volumenstarken Netzanlagen daher eine entsprechende Differenzierung vorgenommen werden:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Art des Stadtwerks</th>
<th>tendenziell unbedenkliche wirtschaftliche Eigenkapitalquote</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>EVU ohne eigene Netze</td>
<td>30–35 % (und mehr)</td>
</tr>
<tr>
<td>EVU mit eigenen Netzen</td>
<td>25–30 % (und mehr)</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Art des Stadtwerks</th>
<th>tendenziell unbedenkliche bilanzielle Eigenkapitalquote</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>EVU ohne eigene Netze</td>
<td>25–30 % (und mehr)</td>
</tr>
<tr>
<td>EVU mit eigenen Netzen</td>
<td>20–25 % (und mehr)</td>
</tr>
</tbody>
</table>
Ausgehend von der wirtschaftlichen Eigenmittelquote der EVU ergibt sich im Zeitraum von 2009 bis 2018 das folgende Bild:


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

4.2 Ausschüttungsquote

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.


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:

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:
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.

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

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

5 Liquidität und Cashflows – Schuldendeckungsfähigkeit


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...

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.


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**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Kennzahl</th>
<th>2017</th>
<th>2018</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Einfacher Cashflow/Verschuldung</td>
<td>28,8%</td>
<td>29,6%</td>
</tr>
<tr>
<td>Residual-Cashflow/Verschuldung</td>
<td>18,7%</td>
<td>18,6%</td>
</tr>
<tr>
<td>freier Cashflow/Verschuldung</td>
<td>-0,2%</td>
<td>-0,5%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Abb. 19 Einfacher Cashflow zur Verschuldung**


---

\(^4\) Der betreffende Wert wird ausgehend vom Jahresüberschuss ermittelt; soweit bekannt, erfolgt eine Bereinigung um wesentliche liquiditätsunwirksame Erträge/Aufwendungen (hier insbesondere Abschreibungen, ab 2012: Aufzinsungseffekte).
5.2 Residual-Cashflow


5.3 Freier Cashflow

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 Netto umlaufvermögens, um tendenziell nachhaltige Finanzierungseffekte aus nachhaltigen Geschäftsergebnissen, Gewinnabführungen und Investitionen zu erfassen.


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 Bruttovorfinanzverschuldung liefert in der dynami-
cischen mehrjährigen Betrachtung wesentliche Erkenntnisse bezüglich erster-
s 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 tragenträge 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 Eigenkapital-
einsatz. Die vielfach bilanzorientierte Diskussion zweckmäßiger Thesaurierungs-
quoten wird dieser Sichtweise entsprechend um die wesentliche liquiditäts-
orientierte 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 Daseins-
vorsorge 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 |
<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>EVU &gt; 0 %</td>
</tr>
</tbody>
</table>

5.4 Zinsdeckungsgrade


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


<table>
<thead>
<tr>
<th>Art des Stadtwerks</th>
<th>tendenziell unbedenklicher EBITDA-Zinsdeckungsgrad</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>EVU ohne eigene Netze</td>
<td>≥ 5,0x</td>
</tr>
<tr>
<td>EVU mit eigenen Netzen</td>
<td>≥ 3,5x</td>
</tr>
</tbody>
</table>

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

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


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

Der dynamische Verschuldungsgrad entspricht dem Verhältnis der Nettofinanzverschuldung zum EBITDA.

5.5 Dynamischer Verschuldungsgrad


<table>
<thead>
<tr>
<th>Art des Stadtwerks</th>
<th>tendenziell unbedenklicher dynamischer Verschuldungsgrad</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>EVU ohne eigene Netze</td>
<td>≤ 3,0x–3,5x</td>
</tr>
<tr>
<td>EVU mit eigenen Netzen</td>
<td>≤ 3,5x–4,0x</td>
</tr>
</tbody>
</table>
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.

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.

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 tätigende 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

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


Abb. 28 Zinsaufwand in Relation zum Jahresüberschuss

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>30,7</td>
<td>30,2</td>
<td>28,8</td>
<td>29,2</td>
<td>28,2</td>
<td>24,2</td>
<td>21,1</td>
<td>19,9</td>
</tr>
</tbody>
</table>

mittlere 50 %-Streueung ▐ Median ▐
Der Rückgang des Kapitalmarktzinses 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 festgesetzt 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:
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 ($y = -1,4041x + 12,401; R^2 = 0,7926$).

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.

E  Finanzierung aus kommunaler Konzernsicht

1  Analyse der EVU-Konzerne


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.


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.
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 Verbindlichkeitenquote dar. Diese fällt für die betrachteten Konzerne durchgängig circa 7 bis 10 Prozentpunkte höher aus als bei den betrachteten EVU.

Abb. 34 Bilanzielle Finanzverbindlichkeitenquote 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.


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.

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

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

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

<table>
<thead>
<tr>
<th>Entschuldungsdauer (Bank) in Jahren</th>
<th>Entschuldungsdauer (Gesamtschulden) in Jahren</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>EVU vor Gewinnverwendung</td>
<td>2,9</td>
</tr>
<tr>
<td>EVU nach Gewinnverwendung</td>
<td>4,6</td>
</tr>
<tr>
<td>Konzern</td>
<td>5,1</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>3,4</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>5,4</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>6,2</td>
</tr>
</tbody>
</table>

mittlere 50-%-Streuung ■ Median
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 größtmöglichen 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.
