

# *Krise abgesagt?* Finanzierungsverhältnisse kommunaler Versorger und Konzerne

*Aktualisiertes, kennzahlen-  
basiertes Benchmarking  
2009–2017 für Energie-  
versorger und ihre  
kommunalen Konzerne*





---

# ***Krise abgesagt?*** Finanzierungsverhältnisse kommunaler Versorger und Konzerne

Aktualisiertes, kennzahlen-  
basiertes Benchmarking  
2009–2017 für Energie-  
versorger und ihre  
kommunalen Konzerne



## **Krise abgesagt?**

Herausgegeben von der PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Von Bernd Papenstein, Andreas Rams und Marcel Eilrich

September 2018, 48 Seiten, 28 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.....	6
<b>A Zusammenfassung.....</b>	<b>8</b>
<b>B Konzeption der Studie.....</b>	<b>13</b>
<b>C EVU-Kennzahlenanalyse .....</b>	<b>15</b>
1 Ertragslage und Rentabilität .....	15
1.1 Umsatz und EBITDA .....	15
1.2 EBITDA-Marge.....	17
1.3 EBIT-Marge.....	18
1.4 Implikationen der konventionellen Energieerzeugung auf die Profitabilität .....	19
2 Schuldendeckungsfähigkeit.....	20
2.1 Dynamischer Verschuldungsgrad .....	20
2.2 Implikationen der konventionellen Energieerzeugung auf den Verschuldungsgrad .....	22
2.3 EBITDA-Zinsdeckungsgrad.....	23
2.4 Liquiditätskennzahlen .....	25
2.4.1 Einfacher Cashflow zur Verschuldung .....	26
2.4.2 Residual-Cashflow zur Verschuldung.....	27
2.4.3 Freier Cashflow zur Verschuldung .....	28
3 Kapitalstruktur .....	29
3.1 Eigenmittel- und Eigenkapitalquote.....	29
3.2 Ausschüttungsquote .....	32
3.3 Verbindlichkeitenquote.....	33
4 Investitionsverhalten .....	34
4.1 Anlagenquote .....	34
4.2 Investitionen und Finanzierungsmix .....	35
5 Tabellarische Zusammenfassung wesentlicher Kennzahlen.....	38
<b>D Finanzierung aus kommunaler Konzernsicht .....</b>	<b>39</b>
1 Fortführung der Konzernanalyse aus der Studie des Vorjahres .....	39
2 Ausgewählte Finanzierungskennzahlen aus der kommunalen Konzernbenchmark .....	40
3 Organisation der Finanzierung in kommunalen Konzernen.....	43
Ihre Ansprechpartner.....	46

# Abbildungsverzeichnis

Abb. 1	Systematische, finanzielle Bestandsaufnahme als erster Schritt in den strukturierten Finanzierungsprozess – Ableitung zweckmäßiger Finanzierungsstrategien.....	12
Abb. 2	Kennzahlenbedeutung, Ursprung und Definitionen .....	14
Abb. 3	EBITDA-Entwicklung und Umsatzentwicklung 2016 .....	16
Abb. 4	EBITDA-Marge .....	17
Abb. 5	EBIT-Marge .....	18
Abb. 6	EBITDA-Marge, Untersegment „konventionelle Erzeugung“ im Vergleich zum Gesamtpanel .....	19
Abb. 7	Dynamischer Verschuldungsgrad.....	20
Abb. 8	Häufigkeitsverteilung dynamischer Verschuldungsgrad (2016) .....	21
Abb. 9	Dynamischer Verschuldungsgrad in dem Untersegment „konventionelle Erzeugung“ im Vergleich zum Gesamtpanel .....	22
Abb. 10	EBITDA-Zinsdeckungsgrad .....	23
Abb. 11	Liquiditätskennzahlen im Überblick, 2015 vs. 2016 .....	25
Abb. 12	Einfacher Cashflow zur Verschuldung.....	26
Abb. 13	Residual-Cashflow zur Verschuldung .....	27
Abb. 14	Freier Cashflow zur Verschuldung.....	28
Abb. 15	Wirtschaftliche Eigenmittelquote.....	30
Abb. 16	Bilanzielle Eigenkapitalquote.....	31
Abb. 17	Häufigkeitsverteilung Eigenkapitalquote (2016) .....	31
Abb. 18	Ausschüttungsquote.....	32
Abb. 19	Häufigkeitsverteilung Ausschüttungsquote.....	32
Abb. 20	Verbindlichkeitenquote .....	33

Abb. 21	Anlagenquote.....	34
Abb. 22	Anlagenwachstum .....	35
Abb. 23	Wachstum des Nettoanlagevermögens und der Bankverbindlichkeiten am Gesamtfinanzierungsmix in den Jahren 2011 bis 2016 .....	36
Abb. 24	Tabellarische Kennzahlenzusammenfassung (Gesamtpanel).....	38
Abb. 25	Exemplarische Darstellung des kommunalen Konzerns .....	39
Abb. 26	Eigenkapitalquote, Verbindlichkeitenquote und dynamischer Verschuldungsgrad im kommunalen Konzern .....	40
Abb. 27	Entschuldungsdauern in der EVU-Benchmark und im kommunalen Konzern, 2016.....	42
Abb. 28	Organisationsformen der Finanzierung im kommunalen Konzern .....	43

## A Zusammenfassung

*Finanzwirtschaftliche Analyse von 300 kommunalen Energie- und Versorgungsunternehmen für die Jahre 2009 bis 2017*

Seit 2014 berichtet PwC im jährlichen Rhythmus über die Entwicklung der Finanz- und Ertragslagen kommunaler Energie- und Versorgungsunternehmen (EVUs), zuletzt in der im Juni 2017 veröffentlichten Studie *Energieversorger und kommunaler Konzern im Finanzcheck – Belastung oder Rückgrat?* Die Analyse ausgewählter Finanzkennzahlen soll zum einen als belastbarer Indikator für die finanzwirtschaftliche Entwicklung der deutschen Energie- und Versorgungswirtschaft dienen. Dabei sind in den Kennzahlen im Mehrjahresvergleich die Entwicklung an den Energie- und Finanzmärkten, der Investitions- und Finanzierungsbedarf der Branche, Ausschüttungsverhalten der EVUs sowie Liquiditätseffekte deutlich ablesbar. Zum anderen eignet sich der Branchenquerschnitt als objektive Benchmark für die Bewertung der eigenen Finanzierungsfähigkeit im Vergleich zur Branche und als Informationsquelle zur Vorbereitung und Umsetzung eigener Finanzierungsvorhaben.

Ein Kritikpunkt an den bisherigen Studien war der relativ lange zeitliche Nachlauf der Analyse. Aufgrund der teilweise spät erfolgenden Veröffentlichungen der Jahresabschlüsse lag der untersuchte Abschlussstichtag mehr als ein Jahr zurück. Dem tragen wir in diesem Jahr erstmals dadurch Rechnung, dass wir Jahresabschlüsse für 2017 berücksichtigen, so diese bereits veröffentlicht sind. Dies ist für rund ein Drittel der Grundgesamtheit der Fall. Für diese repräsentative Teilmenge nehmen wir eine Hochrechnung auf die Grundgesamtheit vor und antizipieren so einen Erwartungswert für die vollumfassende Analyse der Jahresabschlüsse zum 31. Dezember 2017.

*Indikator für die Entwicklung der finanzwirtschaftlichen Verhältnisse von EVUs und kommunalen Konzernen, objektive Grundlage zur Bewertung der eigenen Finanzierungsfähigkeit*

In Kapitel C führen wir die **Analyse der primär im Energieversorgungsgeschäft angesiedelten kommunalen Gesellschaften** fort. Dabei orientieren wir uns an den Jahresabschlüssen von 300 mehrheitlich kommunalen EVUs der Jahre 2009 bis 2017. Im Fokus stehen zentrale Finanzkennzahlen, die in der Regel auch für die Kreditprüfung und die Bonitätsbeurteilung durch die Kreditmärkte herangezogen werden und sich als ein Aufsatzpunkt für die Ableitung und Überprüfung der eigenen Finanzierungstrategie und für die Organisation von Finanzierungsprozessen eignen.

In Kapitel D erweitern wir wie im Vorjahr die Analyse um **die Finanzierungsfähigkeit kommunaler Konzerne**. Hier ist zu berücksichtigen, dass Investitionen und Leistungen der Daseinsvorsorge und anderer kommunalnaher Aufgabenbereiche außerhalb klassischer Versorgungsbereiche sich im Querschnitt in schwächeren Finanz- und Ertragskennziffern niederschlagen (siehe hierzu Kapitel D.2). Wie Projekterfahrungen zeigen, ist der Strukturierungs- und Beratungsbedarf hier besonders hoch. Für die Beurteilung der Finanzierungsfähigkeit spielen die kommunalen Gesellschafterverhältnisse eine wesentliche Rolle. Zu klären ist zudem die Frage, auf welcher Gesellschaftsebene die Finanzierung zweckmäßig angesiedelt werden soll (siehe hierzu Kapitel D.3).



Als **wesentliche Analyseergebnisse** für das Wirtschaftsjahr 2016 und die Erwartungswerte des Jahres 2017 sind im Hinblick auf das **EVU-Panel** festzuhalten:

Im Vorjahr 2015 hatte der Anstieg der Betriebsergebnisse zu einem Anstieg der **EBITDA-Marge** von 13,6% auf 15,0% geführt. Das höhere Ergebnisniveau setzt sich in den Jahren 2016 und 2017 tendenziell fort. Die EBITDA-Marge liegt 2016 bei 14,7%. Nettoumsätze steigen hierbei um durchschnittlich 2,4%, EBITDAs steigen um durchschnittlich 1,9%. Setzt man – zur Bereinigung erstmals in 2016 gemäß Bilanzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (BilRUG) erfolgter Umgliederungseffekte – die Umsatzerlöse zuzüglich sonstiger betrieblicher Erträge ins Verhältnis zum EBITDA, so liegt die adjustierte EBITDA-Marge in den Jahren 2015 und 2016 konstant bei 14,4%.

Für das Jahr 2017 zeichnet sich eine Marge auf dem Niveau der Vorjahre von 14,8% ab.

Nachdem die ausgewiesenen **Finanzschulden** im Vorjahr angestiegen waren, sind sie in den EVU-Bilanzen 2016 rückläufig. Bruttofinanzschulden sinken im Querschnitt um 2,5%. Dies hängt einerseits mit dem steigenden Einsatz von **Eigenmitteln** zusammen (+2,6%), insbesondere mit dem Wachstum des bilanziellen **Eigenkapitals** (+3,9%). Andererseits ist ein gegenüber den Vorjahren etwas gesunkenes Investitionsvolumen festzustellen. Das Anlagevermögen der EVUs steigt aber auch im Jahr 2016 weiter an (+1,3%).

Aus den für 2017 bereits vorliegenden Abschlüssen sind tendenziell wenig veränderte Bruttofinanzschulden, jedoch sinkende Nettofinanzschulden nach Verrechnung mit freien Kassenbeständen zum Bilanzstichtag erkennbar. Der Anstieg des bilanziellen Eigenkapitals setzt sich wie im Jahr 2016 fort (+3,2%), ebenso wie der Anstieg des Anlagevermögens (+1,4%).

Aufgrund sinkender Bruttofinanzschulden und steigender Eigenmittel sinkt der Anteil der Finanzverbindlichkeiten am Gesamtkapital: Die **Verbindlichkeitsquote** sinkt deshalb auf 42,3% (2016). Ebenso steigen im Jahr 2016 die **wirtschaftliche Eigenmittelquote** (um 0,4 Prozentpunkte auf 42,7%) und die **bilanzielle Eigenkapitalquote** (um 1,0% Prozentpunkte auf 35,4%). Der **Median-Verschuldungsgrad** liegt 2016 weiterhin stabil (2,3). Angesichts tendenziell weiter sinkender Zinsaufwendungen aufgrund der nach wie vor günstigen (Re-) Finanzierungsbedingungen und nominal wachsender Ergebnisse steigt auch der **Zinsdeckungsgrad**. Der für die Bildung der Kennzahl herangezogene Zinsaufwand ist in der vorliegenden Studie zudem für alle Jahre um nicht unmittelbar liquiditätswirksame Effekte aus der Aufzinsung von Rückstellungen bereinigt.

Erwartungswerte für das Jahr 2017 liegen im Hinblick auf die Kapitalstrukturkennziffern insgesamt wenig verändert: Die Verbindlichkeitsquote kommt hier leicht rückläufig auf 42,2%, die Eigenkapitalquote liegt leicht verbessert bei 35,6%, der Verschuldungsgrad leicht verbessert bei 2,2, aufgrund der 2017 tendenziell sinkenden Nettofinanzschulden.

Die aus den Studienzahlen 2016 hervorgehenden etwas rückläufigen **Ausschüttungsquoten** und Investitionsvolumina gegenüber den Vorjahren führen insbesondere auch dazu, dass die freien Cashflows als wichtige Kenngröße für die Entwicklung des Kapitalbedarfs und Bewertung der Schuldendienstfähigkeit steigen. Die Cashflow-Deckungsquote, gemessen an den Bruttofinanzschulden, ist 2016 erstmals seit 2010 im Benchmarkmedian wieder knapp positiv (0,5%). Auch für das Jahr 2017 zeichnet sich ein tendenziell ausgeglichener freier Cashflow ab.

*Die EBITDA-Marge liegt 2016 und 2017 nahezu auf Vorjahresniveau; seit 2015 insgesamt gestiegenes Ergebnisniveau.*

*Finanzschulden sind 2016 und 2017 rückläufig. Die Eigenkapitalquote steigt an.*

*Insbesondere die Entwicklung der Passivseite führt tendenziell zu einer Verbesserung wesentlicher Finanzkennzahlen in den Jahren 2016 und 2017.*

*Freie Cashflows sind im Jahr 2016 erstmals wieder positiv.*

*Die Spreizung der Finanzlagen nimmt zuletzt ab.*

*Deutlich höherer Finanzierungsbedarf auf Konzernebene bei schwächeren Finanzierungsverhältnissen*

*Etwas verbesserte Konzern-Kennzahlen für 2017 erwartet*

*Finanzlage der kommunalen Konzerne weiterhin schwach, unter den EVUs zuletzt erfreuliche Verbesserung klassischer Finanzkennzahlen im EVU-Segment, Querfinanzierung kommunaler Aufgaben durch Ausschüttungen der EVUs an die Konzernmuttergesellschaften*

Die Disparität der Finanz- und Ertragslagen ist zuletzt tendenziell rückläufig: Der Anteil der EVUs mit Eigenkapitalquoten unter dem Schwellenwert von 25 % liegt 2016 bei 14,1 % (nach knapp 16,7 % im Vorjahr 2015), der Anteil der EVUs mit Verschuldungsgraden von größer 4 geht von 20,9 % (2015) auf 15,9 % (2016) deutlich zurück.

Auch die in der vorliegenden Studie zum zweiten Mal vorgenommene **Analyse kommunaler Konzerne** stützt die Beobachtungen aus dem Vorjahr: Insbesondere aufgrund der schwächeren Finanz- und Ergebnisrelationen von Tochtergesellschaften außerhalb der klassischen Versorgungsbranche fallen die Kennzahlen aus der Konzernbenchmark deutlich schwächer aus.

Durch das im Querschnitt annähernd doppelt so hohe Konzernsachanlagevermögen (2016: Faktor 1,83) erhöht sich das Konzern-Gesamtfinanzierungskapital entsprechend (2016: Faktor 1,63). In den Konzernen wird ein relativ höherer Anteil durch Verbindlichkeiten finanziert, sodass die mittlere **Konzern-Eigenkapitalquote** weiterhin kleiner (31,9%; gegenüber 35,4% im EVU-Panel), die **Konzern-Verbindlichkeitenquote** hingegen höher (49,7%; gegenüber 42,3% im EVU-Panel) ausfällt. Im Vergleich zum Vorjahr 2015 haben sich die Kennzahlen aber wie bei den EVUs etwas verbessert.

Das mittlere Konzern-EBITDA liegt absolut betrachtet etwas höher als das mittlere EVU-EBITDA (2016: Faktor 1,16 x), kann die höhere Konzern-Finanzverschuldung aber bei Weitem nicht kompensieren, sodass der dynamische **Konzern-Verschuldungsgrad** deutlich höher (3,7; gegenüber 2,3 im EVU-Panel) liegt.

Für rund 34 % der Konzerne saldieren sich die Gewinn- und Verlustverrechnungen im Jahr 2016 nicht zu einem mindestens ausgeglichenen **Konzern-Jahresergebnis** (nach Minderheiten).

Die bisherige Auswertung vorliegender kommunaler Konzernabschlüsse lässt darauf schließen, dass sich – bei schwächerer Ausgangslage im Vergleich zum EVU-Panel – die Kennzahlen ebenfalls etwas verbessern.

Aus dem Verhältnis von Konzern-Bruttofinanzschulden und den nach Ausschüttungen zur Verfügung stehenden Konzern-Cashflows kann für das Jahr 2016 eine mittlere **Konzern-Entschuldungsdauer** von 6,1 Jahren abgeleitet werden. Bezogen auf die eingesetzten Bankschulden liegt die Konzern-Entschuldungsdauer bei 5,0 Jahren. Im Vergleich zu den Entschuldungsdauern des EVU-Panels liegt sie höher, hier liegen die Werte bei 5,2 bzw. 4,5 Jahren. Konzern und EVUs nähern sich Cashflow-basiert jedoch einander an. Ursache hierfür sind insbesondere die hohen EVU-Ausschüttungsquoten, die sich nicht in den EBITDAs und damit nicht in der Zählergröße des Verschuldungsgrads, sondern erst in den residualen und freien Cashflows niederschlagen.

Als Fazit ist festzuhalten, dass nach dem EVU-Panel im Querschnitt seit 2013 eine Stabilisierung der Finanzverhältnisse festzustellen ist. Positiv hervorzuheben sind dabei die seither tendenziell gestiegenen Betriebsmargen, die höheren Eigenkapitalquoten und die zuletzt besseren Cashflow-Relationen. Die hohen EVU-Ausschüttungsquoten begrenzen weiterhin die Innenfinanzierungskraft, wie die Analyse der aus den Cashflows abgeleiteten EVU-Entschuldungsdauern zeigt. Diese liegen deutlich schwächer als die Verschuldungsgrade. Die Kapitaldienstfähigkeit im EVU-Bereich ist in der Regel aber durch langfristige, an den Abschreibungen orientierte Tilgungsstrukturen gewährleistet. Wird das Anlagewachstum

ausschließlich oder überwiegend fremdfinanziert, führt dies gleichwohl zu schwächeren Kapitalstrukturkennziffern und Verschuldungsgraden und kann insoweit den Fremdkapitalzugang beeinträchtigen.

Von der Ausschüttung begünstigt sind die kommunalen Konzerne, deren Finanzverhältnisse auf Basis unseres Konzern-Panels – bei schwacher Ausgangssituation – zuletzt ebenfalls etwas besser ausfallen. Aufgrund höherer Verschuldung und schwächerer Nettoergebnisse im Vergleich zu denen der EVUs sowie der tendenziell weniger marktgängigen Finanzierungsstrukturen und des dadurch begrenzten Finanzierungsangebots sind vor allem hier Finanzierungshürden zu überwinden, gegebenenfalls im Schulterschluss mit den kommunalen Gesellschaftern.

Um kommunalen Konzernen den Zugang zu den Finanzierungsmärkten zu erleichtern, hat sich die **Ableitung der Schuldendienstfähigkeit aus der Cashflow-Planung** bewährt. Projekterfahrungen im Zusammenhang mit der Vorbereitung und Umsetzung anspruchsvoller Finanzierungsvorhaben zeigen, dass die differenzierte Analyse und Bewertung von Cashflows eine ganz wesentliche Rolle für den erfolgreichen Finanzierungsabschluss spielt. PwC unterstützt hierbei als Schnittstelle zwischen der kommunalen Verwaltung, der Privatwirtschaft und den Finanzierungsmärkten bei der Vorbereitung, Ausschreibung und Verhandlung der Finanzierungen, den projektbegleitenden Finanzanalysen und Finanzplanungsarbeiten sowie in Fragen der strukturellen Organisation von Finanzierungen in kommunalen Konzernen.

Eine in anderen Branchen verbreitete, jedoch von EVUs und kommunalen Konzernen bislang weniger genutzte Finanzierungsstruktur setzt zur Vereinheitlichung von Kreditstrukturen und zur Verbesserung des Finanzierungszugangs und der Finanzierungskonditionen auf die Zentralisierung in einer Finanzierungsgesellschaft. Angesichts der Besonderheiten des kommunalen Konzerns ist die Umsetzung eines einheitlichen Finanzierungskreises vielschichtig: Kapitel D.3 gibt einen nicht abschließenden Überblick über mögliche Vor- und Nachteile solcher Strukturen, die sich gemeinhin für die Beurteilung in der Praxis als nützlich erwiesen haben.

*Zentralisierung der Finanzierung als Organisationsvariante?*

PwC hat jüngst zusammen mit dem Verband kommunaler Unternehmen e. V. (VKU) unter dem Titel Stadtwerke 2030 das aktuelle Marktumfeld in der Energiewirtschaft im Hinblick auf **strategische Handlungsoptionen** untersucht, die geeignet sein können, das Risiko zukünftig sinkender Ergebnisse aufgrund zunehmender Regulierung, fortschreitender Digitalisierung und des steigenden Wettbewerbs zu adressieren.

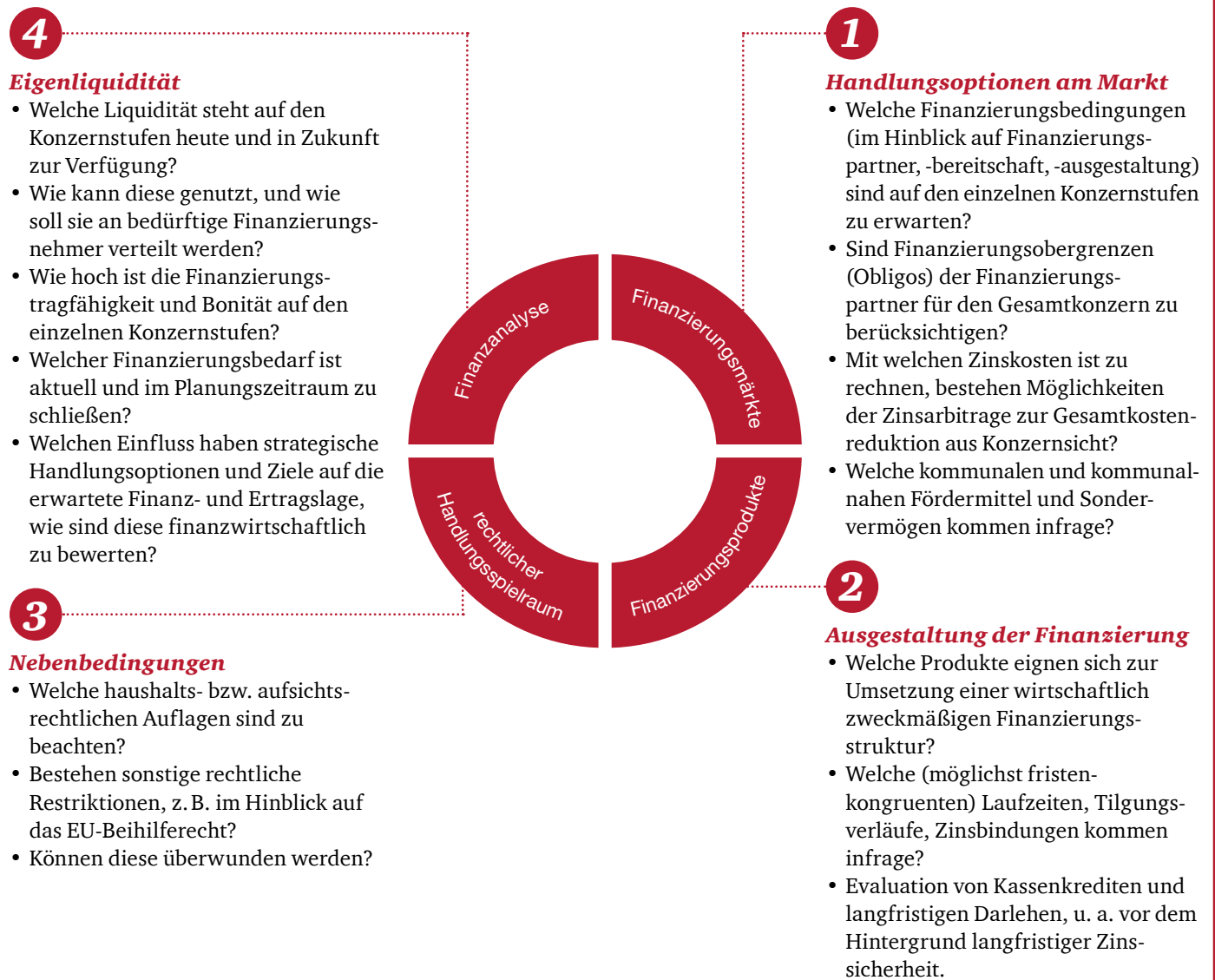
*Zukünftige Herausforderungen in der Energieversorgung meistern, auch in Finanzierungsfragen*

Aus diesen Entwicklungen wächst der Bedarf, noch stärker als bisher in Infrastruktur und Informationstechnologie, neue Geschäftsmodelle und -abläufe sowie in Personal zu investieren. Diese wachsenden Herausforderungen können nach Ansicht vieler kommunaler Energieversorger am besten **in Kooperationen gemeistert** werden: Sie ermöglichen die Risikoteilung und den Know-how-Transfer sowie bei bestehenden Geschäftsmodellen die Generierung von Skaleneffekten.

Mit der Umsetzung darauf ausgerichteter Maßnahmen geht vielfach ein Finanzierungsbedarf einher und damit die Frage nach der **zweckmäßigen Finanzierungsstruktur**. Auch im Hinblick auf die Finanzierung können Mehrwerte aus Kooperationen geschaffen werden, zum Beispiel durch Verteilung von Finanzierungsbelastungen, die ohne Partnerschaft nicht umsetzbar wären, oder anhand strukturierter, über bisher genutzte hinausgehende Finanzierungsformen. Erfahrungen aus vergangenen Gemeinschaftsprojekten zeigen auch, dass neue Geschäftsmodelle und Geschäftsfeldentwicklungen nicht immer wie geplant verlaufen; neben allen operativen Herausforderungen, die dabei (gemeinsam) zu bewältigen sind, sind in den meisten Fällen auch steigende Anforderungen an das **Finanzcontrolling** zu berücksichtigen.

Angesichts des beachtlichen Finanzierungsbedarfs und der branchentypisch besonderen Finanzierungssituation unterstützt PwC Finance & Regulation die kommunalen und kommunalnahen Unternehmen mit Finanzierungs- und Branchenexpertise aus einer Hand, zum Beispiel bei der methodisch fundierten Ableitung einer nachhaltigen Finanzierungsstruktur, der Verbreiterung der Finanzierungsbasis durch Auswahl geeigneter Finanzierungspartner und instrumente, durch Strukturierung kommunaler und kommunalnaher Finanzierungsalternativen oder in der Fördermittelberatung.

**Abb. 1 Systematische, finanzielle Bestandsaufnahme als erster Schritt in den strukturierten Finanzierungsprozess – Ableitung zweckmäßiger Finanzierungsstrategien**



Die Erschließung einer breiteren Finanzierungsbasis ermöglicht PwC, indem die Ansprache der Kapitalgeber mit einem speziell auf deren Anforderungen ausgerichteten Infopaket erfolgt. Mit einem professionellen, auf Augenhöhe etablierten Prozess der Einwerbung von Finanzierungen werden dabei ein hinreichend breiter Wettbewerb und eine Optimierung der Finanzierungsbedingungen auch über den nominellen Zinssatz hinaus gewährleistet.

Wenn Sie mehr über Ihre Position in der Studienbenchmark erfahren möchten oder Interesse an einer unverbindlichen, modellbasierten Ersteinschätzung haben, sprechen Sie uns einfach an!

## ***B Konzeption der Studie***

Grundlage der vorliegenden Studie sind wie in den Vorjahren die zufällig ausgewählten, im Bundesanzeiger oder auf den Internetseiten veröffentlichten Jahresabschlüsse von **300 EVUs für die Jahre 2009 bis 2016**. Ziel ist es, aufzuzeigen, wie sich die finanzwirtschaftliche Situation der Energie- und Versorgungswirtschaft im Querschnitt weiterentwickelt hat (Kapitel C). Für die Analyse der kommunalen Konzerne wird zusätzlich auf eine Stichprobe von **75 Konzernabschlüssen der Jahre 2015 und 2016** zurückgegriffen (Kapitel D). Hier entfällt ein signifikanter Finanzierungsanteil auf die Bereitstellung der öffentlichen Daseinsvorsorge und sonstige kommunale Vorhaben, die von den öffentlichen Haushalten in den privatwirtschaftlichen Bereich hinein ausgegliedert worden sind.

*Fortgeführte Stichprobenanalyse der Jahresabschlüsse von 300 EVUs und 75 kommunalen Konzernen*

Auf der Basis von rund einem Drittel bereits vorliegender **Datensätze für das Jahr 2017** wurden zudem Erwartungswerte für die Gesamtbenchmark ermittelt. Hierbei wurde zum einen die Veränderung der Kennzahlen isoliert in der kleineren Stichprobe untersucht und zum anderen auf die Verhältnisse in der Gesamtbenchmark hin extrapoliert. Dies erfolgte mit dem Ziel, die Auswirkungen von naturgemäß höheren Volatilitäten aus kleineren Stichproben zu begrenzen, der Position des EVU in der Gesamtbenchmark besser Rechnung zu tragen und eine bessere Vergleichbarkeit zu den Vorjahreswerten 2016 herzustellen.

Für die Analyse wurde – soweit nicht anders angegeben – der Median als mittlere Ausprägung einer Kennzahl in der Stichprobe ermittelt. Er wird nicht von Extremwerten beeinflusst und eignet sich somit eher als der Mittelwert für die Interpretation mittlerer Ausprägungen in einer nicht normalverteilten Stichprobe. Um die Streuung der Stichprobenkennzahlen um den Median zu illustrieren, wurden außerdem mittlere 50%-Streuungen gebildet, die den Kennzahlenbereich über dem ersten bzw. unter dem vierten Quartil der Stichprobe kennzeichnen.

Die Stichprobe wurde auf Kennzahlen hin untersucht, die – auf Basis des vorliegenden Datenmaterials zum Teil leicht adaptiert – von Kreditinstituten und Ratingagenturen zur Beurteilung von Finanz- und Ertragslage der Energie- und Versorgungsbranche genutzt, zu einer Gesamtbonitätseinschätzung verdichtet und zum Teil auch Gegenstand sogenannter Financial Covenants in den Finanzierungsverträgen werden. Zudem beschäftigt sich die Analyse mit Abschätzungen zur Kapaldienstfähigkeit. Diese ist ein zentraler Faktor für die zweckmäßige Strukturierung und erfolgreiche Umsetzung von Finanzierungsmaßnahmen.

Die Kennzahlenausprägungen stellen somit einen Indikator für die Finanzierungssituation der Branche dar, da sie den entscheidenden quantitativen Maßstab für die Zusage oder Ablehnung von Finanzmitteln bzw. deren Konditionierung bilden. Zu den ermittelten Kennzahlen gehören dynamische Verschuldungsgrade, Zinsdeckungsgrade, Kapitalstrukturkennziffern, Vermögens- und Liquiditätskennzahlen sowie das Ausschüttungsverhalten der EVUs.

Den in der Analyse ermittelten Kennzahlenwerten werden Richtgrößen gegenübergestellt, die als überschlägige Grenzwerte für die gesellschafterunabhängige EVU-Finanzierungsfähigkeit zu verstehen sind. Bis zu diesen Ausprägungen lassen sich Finanzierungen in der Regel relativ unproblematisch einwerben. Sie basieren auf anerkannten Ratinganalysen und den Erfahrungen der Studienautoren aus vielen Finanzierungsprozessen und Finanzierungsgesprächen. Die Einhaltung dieser Grenzen führt aus Finanzierungssicht in der Regel zu einer zumindest zufriedenstellenden Kreditbonität.

Auch ist in der Praxis kein einheitliches EVU-Geschäftsmodell und kein typisches Konzernmodell anzutreffen. Im Hinblick auf das Benchmarking wird der Heterogenität der Jahresabschlüsse und Vielzahl von Geschäftsfeldern durch die zufällige Benchmarkauswahl Rechnung getragen. Im Einzelfall hängt die Einschätzung der Finanzierbarkeit von EVU-Vorhaben jedoch von einer Vielzahl weiterer individueller Faktoren, insbesondere auch qualitativer Bonitätseinschätzungen und Bewertungen der zukünftigen Finanz- und Liquiditätslage ab, sodass bei einer Einschätzung auf Basis eines Benchmarkings im Hinblick auf einen realen Finanzierungsprozess stets die individuellen Rahmenbedingungen eines EVU zu berücksichtigen sind.

**Abb. 2 Kennzahlenbedeutung, Ursprung und Definitionen**

Kennzahltyp	Gewinn- und Verlustrechnung	Bilanz	Kapitalflussrechnung	Kennzahldefinition
Rentabilität und Gewinnverwendung	EBITDA-Marge			EBITDA/Nettoumsatz
	Ausschüttungsquote			(geplante) Ausschüttungen/Jahresüberschuss vor Gewinnverwendung
Schulden-deckungs-fähigkeit		dynamischer Verschuldungsgrad		Nettofinanzverschuldung/EBITDA
	EBITDA-Zinsdeckungsgrad			EBITDA/Bruttozinsaufwand vor Aufwendungen aus Aufzinsung
			einfacher Cashflow zur Verschuldung	einfacher Cashflow/Bruttofinanzverschuldung
			Residual-Cashflow nach Ausschüttungen zur Verschuldung	einfacher Cashflow nach Ausschüttungen/Bruttofinanzverschuldung
			freier Cashflow nach Ausschüttungen und Investitionen zur Verschuldung	einfacher Cashflow nach Ausschüttungen und Investitionen/Bruttofinanzverschuldung
Kapitalstruktur		Eigenmittelquote		Eigenmittel/Bilanzsumme
		Eigenkapitalquote		bilanzielles Eigenkapital/Bilanzsumme
		Verbindlichkeitenquote		Bruttofinanzverschuldung/Gesamtfinanzierungskapital
		Anlagendeckungsgrad		Anlagevermögen/Gesamtfinanzierungskapital
		Anlagenquote		Anlagevermögen/Bilanzsumme

## **C EVU-Kennzahlenanalyse**

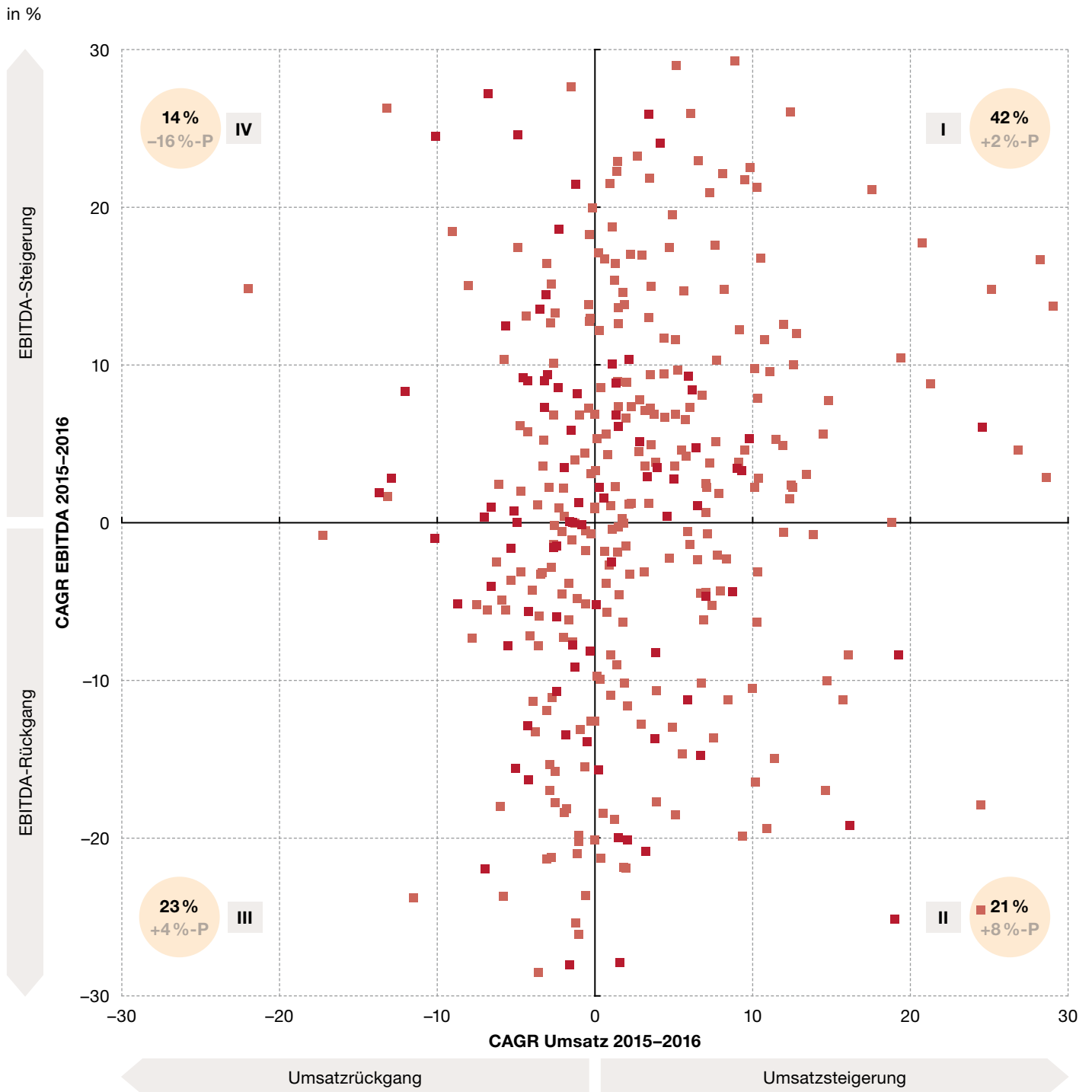
### **1 Ertragslage und Rentabilität**

#### **1.1 Umsatz und EBITDA**

Treiber und Ausgangspunkt vieler Finanzierungskennzahlen ist – neben der Finanzverschuldung selbst – die Ergebnissituation der EVUs. Sie schlägt sich unmittelbar in den dynamischen Verschuldungs- und Zinsdeckungsgraden und mittelbar in den Liquiditätskennzahlen nieder, deren operative Cashflows wiederum wesentlich von den erwirtschafteten Erträgen abhängen. Zentrale Einflussgröße ist insbesondere das Betriebsergebnis vor Abschreibungen (EBITDA), das aus den Nettoumsätzen nach betrieblichen Aufwendungen verbleibt.

Für die Ermittlung der EVU-Rentabilität kann das Verhältnis aus EBITDA zum Nettoumsatz angesetzt werden. Für eine Veränderungsanalyse im Zeitablauf bietet sich zudem ein Vergleich der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten (Compound Annual Growth Rate, CAGR) beider Größen an, die wir nachstehend bezogen auf das zuletzt vorliegende Berichtsjahr 2016 (gegenüber dem Vorjahr 2015) und die erfassten Datensätze für das Berichtsjahr 2017 aufführen:

Abb. 3 EBITDA-Entwicklung und Umsatzentwicklung 2016



%-P = Prozentpunkte

■ Benchmark EVUs 2017 ■ Benchmark EVUs 2016

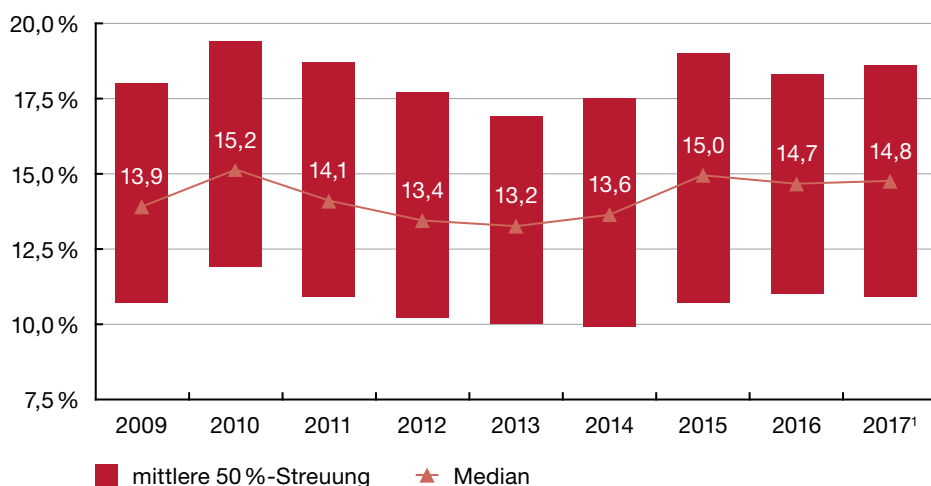


Aus dem Piktogramm wird deutlich, dass das Jahr 2016 wiederum von mehrheitlich steigenden Ergebnissen (Quadranten I und IV) geprägt ist: 56 % der EVUs weisen gegenüber dem Vorjahr steigende EBITDAs auf. Der Anteil der EVUs mit steigenden Ergebnissen ist dabei rückläufig; im Vorjahr waren es noch 69 %. Insbesondere deutlich abgenommen hat dabei der Wachstumsanteil in der Gruppe derjenigen EVUs, die im Vorjahr 2015 trotz sinkender Umsätze steigende Ergebnisse erwirtschaftet hatten (–16 Prozentpunkte) und unter anderem zu dem deutlichen Anstieg der EBITDA-Marge von 13,6 % auf 15,0 % beigetragen hatten.

## 1.2 EBITDA-Marge

Aus den im Jahr 2016 steigenden Umsätzen (+2,4 %) und den steigenden Betriebsergebnissen vor Abschreibungen (+1,9 %) resultiert im Median unseres Studienpanels eine leichtsinkende EBITDA-Marge. Sie liegt für das Geschäftsjahr 2016 bei 14,7 % und damit leicht unter dem Vorjahreswert von 15,0 %.

**Abb. 4 EBITDA-Marge**



<sup>1</sup> Erwartungswert 2017

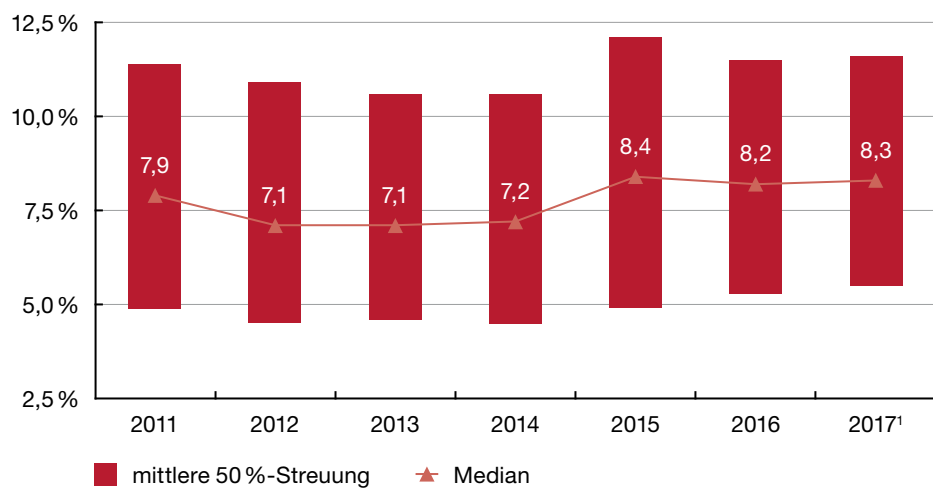
Im Jahr 2016 führt die Umsetzung des Bilanzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes (BilRUG) aufgrund geänderter Zuordnungsvorschriften unter anderem zu tendenziell steigenden Umsätzen und sinkenden sonstigen betrieblichen Erträgen. Dies schränkt die Vergleichbarkeit zu den Vorjahreswerten geringfügig ein.

Wir können den Einfluss auf die Kennzahl durch die Ableitung einer modifizierten EBITDA-Marge indikativ quantifizieren. Hierzu werden die Nettoumsätze (Nennergröße der Kennzahl) um sonstige betriebliche Erträge erweitert, um Effekte aus der BilRUG-Umgliederung gegenüber 2015 insoweit auszublenden. Nach der modifizierten EBITDA-Marge resultieren im Median Rentabilitätswerte von 14,4 % für die Jahre 2015 und 2016. Der Erwartungswert für das Jahr 2017 liegt nach Auswertung bereits vorliegender Abschlüsse für das Geschäftsjahr 2017 bei rund 14,8 %. Es zeichnet sich gegenwärtig also eine Bestätigung für die verbesserten Ergebnisniveaus ab.

### 1.3 EBIT-Marge

Zum Teil wird anstelle der EBITDA-Marge die um Aufwendungen aus Abschreibungen gekürzte EBIT-Marge für die Rentabilitätsmessung verwendet. Die Panelwerte für die Jahre 2011 bis 2016 sind nachfolgend dargestellt:

**Abb. 5 EBIT-Marge**



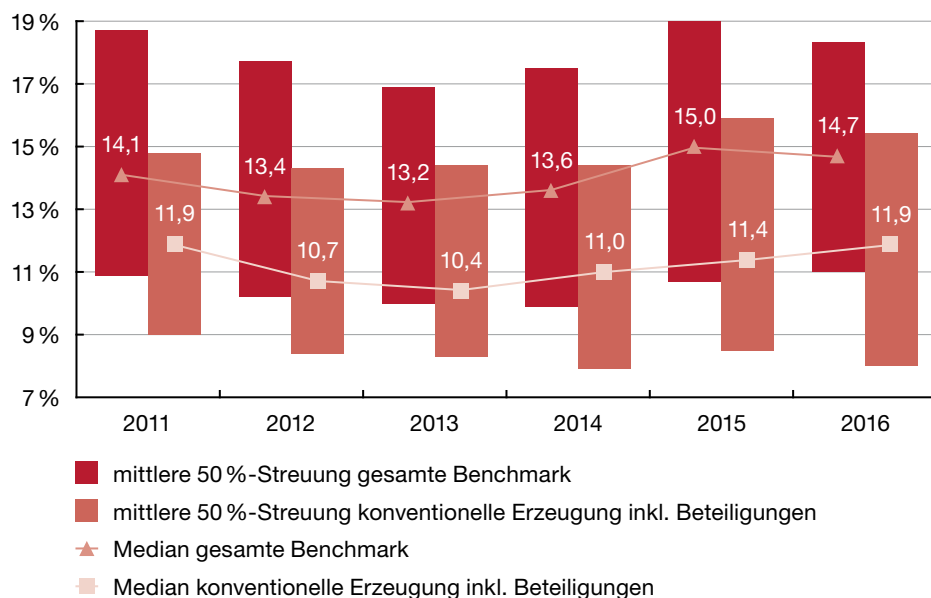
<sup>1</sup> Erwartungswert 2017

## 1.4 Implikationen der konventionellen Energieerzeugung auf die Profitabilität

Um die tendenziell belastenden Effekte konventioneller Energieerzeugungskapazitäten auf die EVU-Bonität auf die Versorgungswirtschaft zu untersuchen, sind die Datensätze der konventionell engagierten EVUs in einem Untersegment gebündelt. Maßgeblich für die Segmentierung ist hierbei die fossil-thermische Energieerzeugung, insbesondere aus Braun- und Steinkohle und Erdgas.

Die Analyse zeigt, dass die konventionelle Energieerzeugung im Querschnitt mit niedrigeren Rentabilitäten korreliert. Die Ergebnismargen liegen weiterhin signifikant unter denen des Gesamtpanels, obwohl sich die Differenz um 0,8 Prozentpunkte reduziert hat. Die ermittelte EBITDA-Marge liegt für dieses Untersegment im Jahr 2016 bei 11,9%.

**Abb. 6 EBITDA-Marge, Untersegment „konventionelle Erzeugung“ im Vergleich zum Gesamtpanel**



## 2 Schuldendeckungsfähigkeit

### 2.1 Dynamischer Verschuldungsgrad

*Der dynamische Verschuldungsgrad entspricht dem Verhältnis der Nettofinanzverschuldung zum EBITDA.*

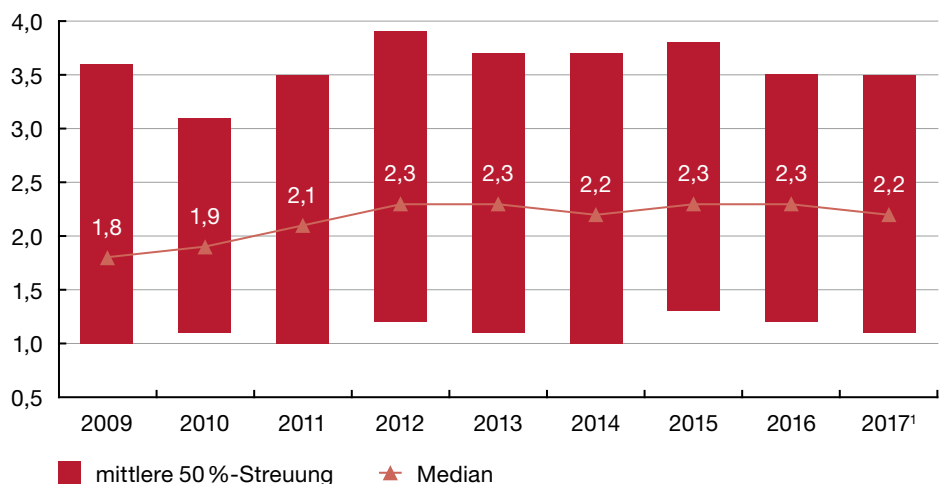
Zur Beurteilung der längerfristigen Bonität und Schuldentragfähigkeit wird insbesondere von Fremdkapitalgebern ein dynamischer Verschuldungsgrad als Verhältnis der Nettofinanzverschuldung zum EBITDA ermittelt. Das EBITDA, das Betriebsergebnis vor Abschreibungen, fungiert hierbei als eine dem Cashflow aus operativer Geschäftstätigkeit angenäherte Ertragsgröße. Die Finanzverschuldung, das heißt das verzinsliche Fremdkapital, stellt nach Verrechnung mit der freien Liquidität das Ausmaß 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 rechnerische Entschuldungsdauer des Unternehmens dar.

Die Bewertung der Kennzahl relativ zu einer Benchmark ist in hohem Maße abhängig von dem allgemeinen Geschäftsrisiko des Kreditnehmers (ausgedrückt in der Volatilität der Cashflows und der operativen Ergebnisse) sowie von der Anlagenintensität des Schuldners. 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) erreichen 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 (Tilgung entlang der Abschreibungen), sodass EVUs mit eigenen Strom-, Gas- oder Abwasser-netzen eine tendenziell höhere Fremdkapitalquote und einen tendenziell höheren dynamischen Verschuldungsgrad realisieren können. So wird die Umsetzung der mit höheren Fremdkapitalanteilen langfristig finanzierten Infrastruktur möglich.

**Tab. 1 Kennzahlen-Richtwerte dynamischer Verschuldungsgrad**

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

**Abb. 7 Dynamischer Verschuldungsgrad**



<sup>1</sup> Erwartungswert 2017

Nach deutlichem Anstieg in den Jahren 2009 bis 2012 von 1,8 auf 2,3 ist die Entwicklung des dynamischen Verschuldungsgrads tendenziell seitwärts gerichtet: Die Kennzahl liegt 2016 im Median bei 2,3.

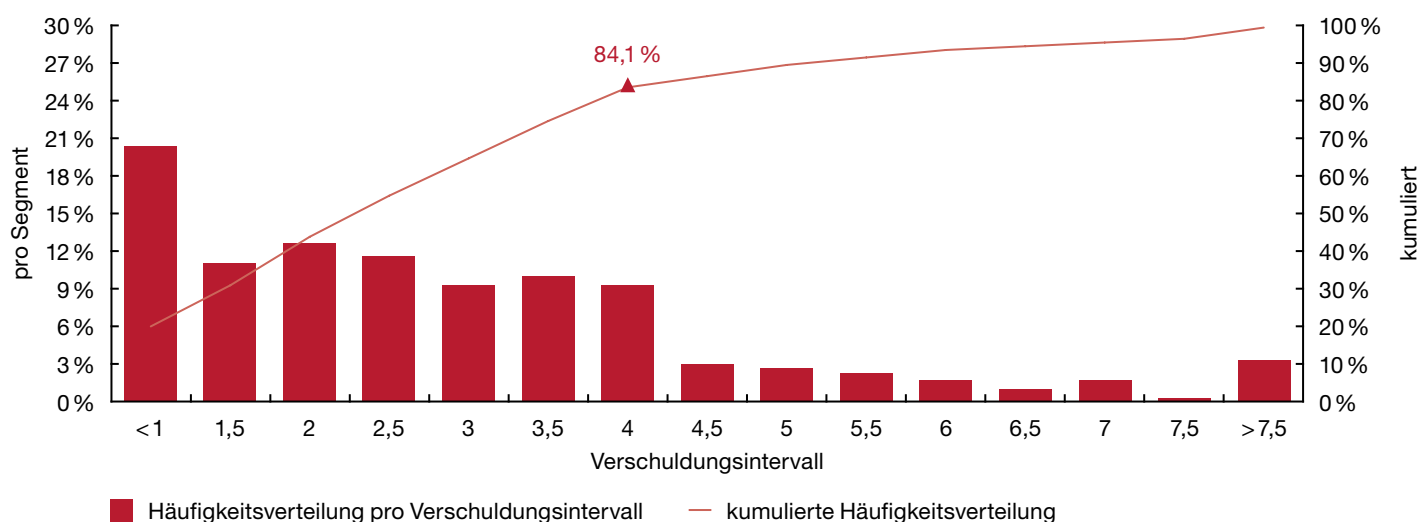
*Der dynamische Verschuldungsgrad liegt in den letzten Jahren in einer engen Schwankungsbreite um 2,2 bis 2,3.*

Das Studienpanel weist im Median 2016 sinkende Nettofinanzschulden (-2,4%) und steigende EBITDAs (+1,9%) aus. In den sinkenden Nettofinanzschulden spiegeln sich dabei vor allem gegenüber dem Vorjahr um 3,7% gesunkene Bankschulden sowie mit den Bruttofinanzschulden saldierte, 2016 etwas höhere liquide Mittel (+1,8%) wider. Die Entwicklung der Nettofinanzschulden und der EBITDAs führt isoliert betrachtet tendenziell zu einer leichten Verbesserung des Verschuldungsgrads, die sich im Jahr 2017 fortsetzt (Erwartungswert 2017: 2,2).

Für EVUs im oberen Quartil der Benchmark (3,5 und mehr) bleibt der erfolgreiche Abschluss neuer Finanzierungen fallweise eine Herausforderung. Im Jahr 2016 liegen rund 16% der Stichprobe bei einer kritischen Kennzahlausprägung von 4,0 und darüber. Dabei ist aber festzustellen, dass der Anteil der über den Schwellenwerten liegenden EVUs rückläufig ist. Im Vorjahr hatten noch rund 21% der Stichproben-EVUs Werte von 4,0 und darüber ausgewiesen.

*Häufigkeitsverteilung in dem EVU-Gesamtpanel*

**Abb. 8 Häufigkeitsverteilung dynamischer Verschuldungsgrad (2016)**

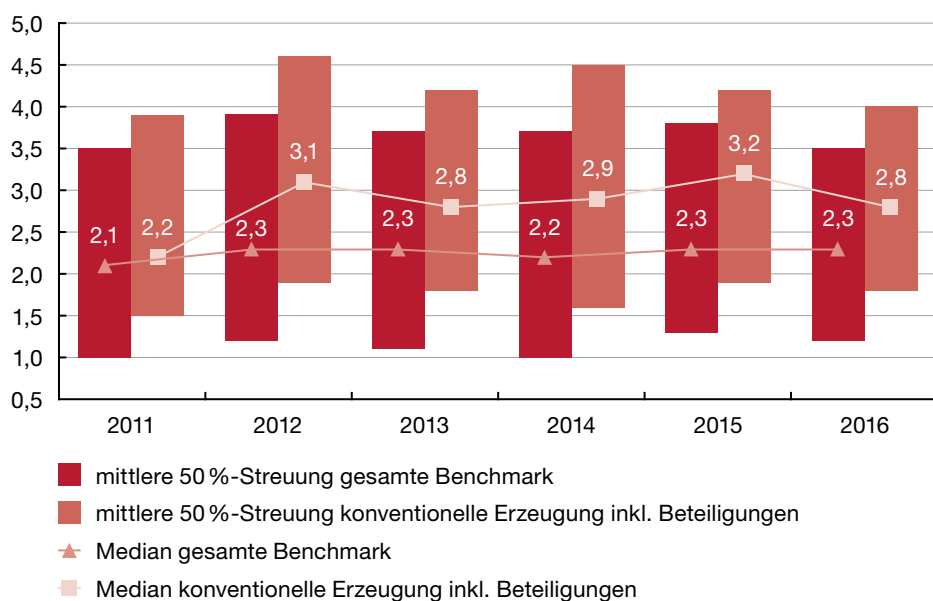


Bezogen auf die Entwicklung des Verschuldungsgrads ist zu erwarten, dass die breite Mehrheit der EVUs ihren mehrheitlichen Finanzierungsbedarf wie bisher von den traditionellen Kreditmärkten wird decken können. Soweit Kreditanfragen von Finanzierungspartnern zunehmend kritischer beleuchtet werden, Dokumentationsanforderungen steigen und Zinskonditionierungen auseinandergehen, ist dies unter anderem auf die unterschiedliche Risikobewertung der Branche und Interpretation der Kapitaleinstufung zurückzuführen: Dabei zeichnet sich nach Auffassung der Autoren die Branche weiter durch relative Stabilität und für die Fremdfinanzierung tendenziell vorteilhafte Strukturen aus.

## 2.2 Implikationen der konventionellen Energieerzeugung auf den Verschuldungsgrad

Die im Querschnitt niedrigere Rentabilität und der zusätzliche Investitions- und Finanzierungsbedarf der konventionellen Energieerzeugung geht tendenziell mit schwächeren verschuldungsabhängigen Bonitätskennzahlen einher. Der Median-Verschuldungsgrad liegt bezogen auf dieses Untersegment weiterhin deutlich höher (2,8).

**Abb. 9 Dynamischer Verschuldungsgrad in dem Untersegment „konventionelle Erzeugung“ im Vergleich zum Gesamtpanel**



## 2.3 EBITDA-Zinsdeckungsgrad

Deckungsgrade finden Anwendung in der Tragfähigkeitsanalyse des Kapitaldienstes. Die EBITDA-Zinsdeckung, die ebenfalls von vielen Fremdkapitalgebern als zentrale Kennzahl in der Kreditprüfung verwendet wird, setzt das EBITDA ins Verhältnis zu Brutto- oder Nettozinsaufwendungen. Mit dem Zinsdeckungsgrad kann eine Aussage darüber getroffen werden, in welchem Maß die operative Ertragskraft des Kreditnehmers die Bedienung der laufenden Finanzierungskosten sicherstellt. Da aus dem Betriebsergebnis neben Zinsaufwendungen weitere Auszahlungen wie zum Beispiel Steuern, gegebenenfalls Schwankungen im Umlaufvermögen, der innenfinanzierte Anteil der Investitionstätigkeit oder Entschuldungsbeiträge geleistet werden, sollte das EBITDA das Niveau des Finanzierungsaufwands deutlich übersteigen.

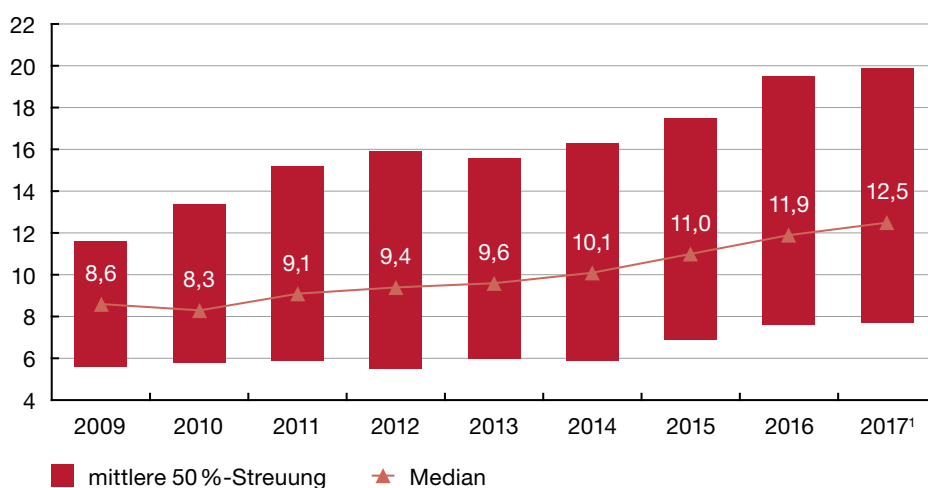
*Der EBITDA-Zinsdeckungsgrad bemisst die Kapitaldienstfähigkeit anhand des EBITDA im Verhältnis zum Zinsaufwand.*

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 (insbesondere Pensionsrückstellungen) erstmals herausgerechnet. 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.

**Tab. 2 Kennzahlen-Richtwerte EBITDA-Zinsdeckungsgrad**

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

**Abb. 10 EBITDA-Zinsdeckungsgrad**



<sup>1</sup> Erwartungswert 2017

*Der (um Aufzinsungseffekte bereinigte) EBITDA-Zinsdeckungsgrad steigt in den letzten Jahren aufgrund tendenziell rückläufiger Zinsaufwendungen und den ebenfalls wieder steigenden Ergebnissen.*

Der EBITDA-Zinsdeckungsgrad liegt im Jahr 2016 bei 11,9 und somit deutlich über den Vorjahreswerten. Zu dem schon seit Jahren auskömmlichen, sich weiter verbessernden Niveau trägt zum einen das anhaltend niedrige Marktzinsumfeld bei, das zu dem Abschluss attraktiver Neufinanzierungsabschlüsse und der günstigeren Prolongation auslaufender Zinsbindungen führt, zum anderen das im Jahr 2016 gestiegene EBITDA. Auch die gesunkenen Bankverbindlichkeiten tragen zum Anstieg des EBITDA-Zinsdeckungsgrads bei, da somit die Zinsaufwendungen geringer ausfallen.

In vielen Finanzierungssituationen ist heute die relativ teurere, aber langfristige gegen eine günstigere, aber kürzere Zinszusage abzuwägen. So liegt zum Zeitpunkt der vorliegenden Analyse beispielsweise der veröffentlichte Sollzins aus dem KfW-Programm „IKU – Investitionskredit kommunale und soziale Unternehmen“ für 20-jährige Laufzeiten und 10-jährige Zinsbindungen in der Preisklasse A bei 1,75% p. a., der Sollzins für 20-jährige Laufzeiten und 20-jährige Zinsbindungen bei 2,45% p. a.<sup>1</sup> Auch steigt das Zinsniveau im Allgemeinen beim Abschluss von Terminmarktdarlehen, das heißt dem heute vertraglich fixiertem Abruf eines Darlehens in der Zukunft.

Die entlang der Zinsstrukturkurve mit längeren Zinsbindungen steigenden Festzinssätze werden vielfach in Kauf genommen, um vor dem Hintergrund des möglichen Endes der Niedrigzinsphase möglichst langfristige Zinssicherheit zu erreichen. Mit der längeren Zinszusage geht in der Regel die Abnahme der Finanzierungsflexibilität einher: So können beispielsweise Sondertilgungen und Refinanzierungen ohne Zusatzkosten in der Regel erst nach Ablauf der Zinsbindung erfolgen, sodass ein Abwägen der verschiedenen Finanzierungsziele geboten ist. Das Management von Zinsänderungsrisiken schlägt sich auch in der Auswahl von Kreditlaufzeiten und Tilgungsstrukturen nieder: Längere Kreditlaufzeiten, d. h. sinkende Tilgungen, reduzieren tendenziell das Refinanzierungs- und Zinsänderungsrisiko, sofern in den nächsten Jahren mit tendenziell steigenden Finanzschulden zu rechnen ist. Die Begrenzung von Zinsänderungs- und Refinanzierungsrisiken ist oft bedeutsamer für die Auswahl der Finanzierungsstruktur als die kostenminimierende Ausgestaltung der Zinscoupons.

---

<sup>1</sup> Aktuelle Zinskonditionen der KfW, [www.kfw.de](http://www.kfw.de), abgerufen am 16.08.2018.



## 2.4 Liquiditätskennzahlen

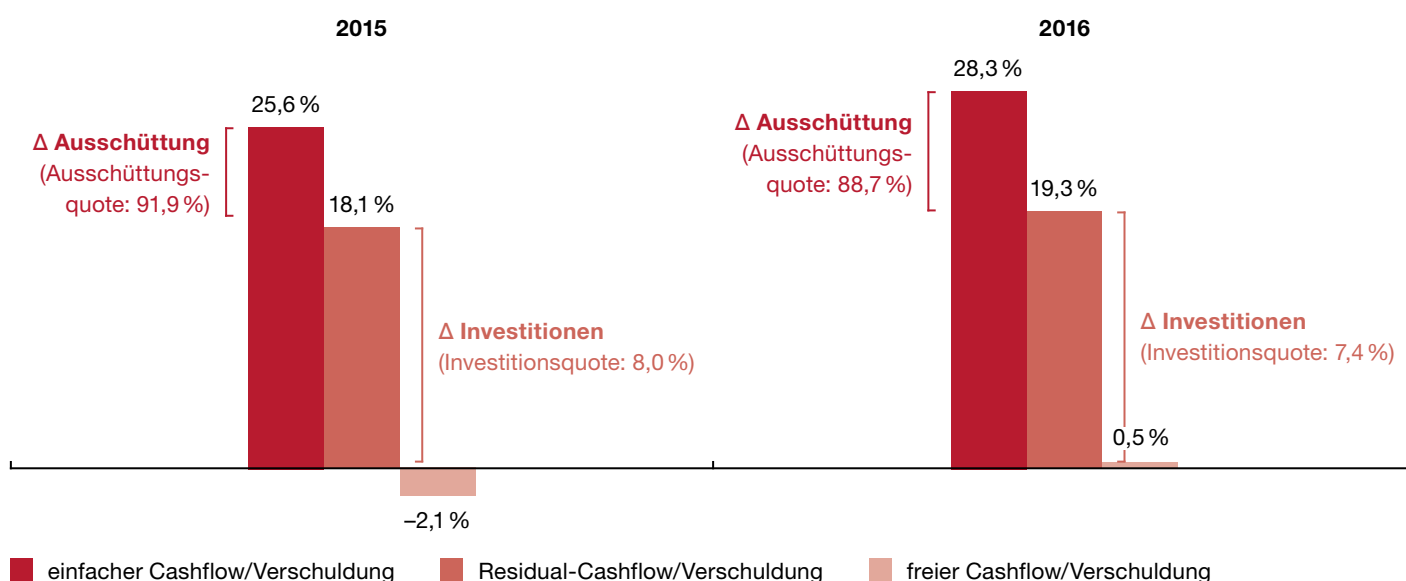
Neben den vorstehend abgeleiteten Kapitalstrukturkennzahlen sind Liquiditätskennzahlen in der EVU-Branche von zunehmender Bedeutung. Sie setzen die erwirtschaftete Liquidität in das Verhältnis zur Finanzverschuldung und geben damit Auskunft darüber, inwieweit die Verschuldung von Cashflows des Geschäftsjahres getragen wird. Begrenzttes Ergebniswachstum, hohe Ausschüttungsquoten, das wachsende Anlagevermögen und der Kapitaldienst auf Bestandsfinanzierungen führen zu dem Bedürfnis nach einer treffsicheren, integrierten Liquiditätsplanung und einem angemessenen Liquiditätscontrolling. Die Liquiditätsplanung ist Aufsattpunkt 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.

Zum Vergleich der Liquiditätssituation der Branche eignen sich Kennzahlen, wie sie zum Beispiel in Cashflow-orientierten Ratingansätzen zum Tragen kommen. Die vorliegende Studie verwendet – jeweils bezogen auf das Bruttofinanzierungsvolumen – erstens den einfachen Cashflow als Maß der operativen Liquiditätskraft, zweitens den Residual-Cashflow als Kennzeichen der operativen Liquidität nach Ausschüttungen (Kapitaldienstfähigkeit) und drittens den freien Cashflow nach Ausschüttungen und Investitionstätigkeit (Veränderung des Nettofinanzierungskapitals).

Die aus dem Residual-Cashflow in Relation zu den Tilgungen einerseits sowie die aus dem freien Cashflow andererseits fallweise entstehende Liquiditätslücke ist durch zusätzliche Finanzierungen auszugleichen. Insoweit ist die Cashflow-Analyse ein zentraler Ansatz für die Bewertung der Schuldentragfähigkeit und Ansatzpunkt zur Optimierung von Finanzierungsstrukturen.

Zusammenfassend stellen sich die Liquiditätskennzahlen für das Berichtsjahr 2016 und die Vorjahresreferenzwerte zueinander wie folgt dar:

**Abb. 11 Liquiditätskennzahlen im Überblick, 2015 vs. 2016**

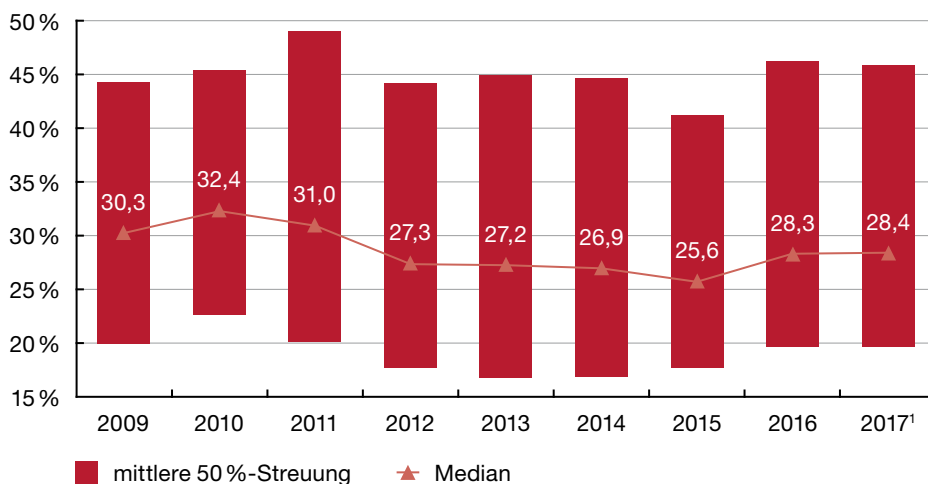


## 2.4.1 Einfacher Cashflow zur Verschuldung

**Tab. 3 Kennzahlen-Richtwerte einfacher Cashflow zur Verschuldung**

	Richtwert für eine mindestens zufriedenstellende Kreditbonität
EVU	≥ 15 %

**Abb. 12 Einfacher Cashflow zur Verschuldung**



<sup>1</sup> Erwartungswert 2017

Im Jahr 2016 deckt der einfache Cashflow<sup>2</sup> rund 28,3 % der Bruttofinanzschulden und liegt damit wieder höher als im Vorjahr. Hierzu tragen sowohl steigende Cashflows (+4,1 %) aufgrund steigender Betriebsergebnisse und sinkender Finanzierungskosten sowie sinkende Bruttofinanzschulden (-2,5 %) bei. Für das Jahr 2017 erwarten wir auf Basis tendenziell konstanter Cashflows und leicht sinkender Bruttofinanzschulden einen die Werte von 2016 bestätigenden Wert um 28,4 %. Gemessen an dem Richtwert für eine mindestens zufriedenstellende Kreditbonität liegt die Branche weiterhin in einem insgesamt guten Kennzahlenbereich, das heißt das Verschuldungsniveau liegt in Relation zu der operativen Liquidität im Mittel auf angemessenen Niveaus. Die Branche verfügt im Querschnitt über eine ausreichende Grundbonität und ausreichendes operatives Liquiditätspotenzial, um die aktuellen Verschuldungsniveaus zu tragen.

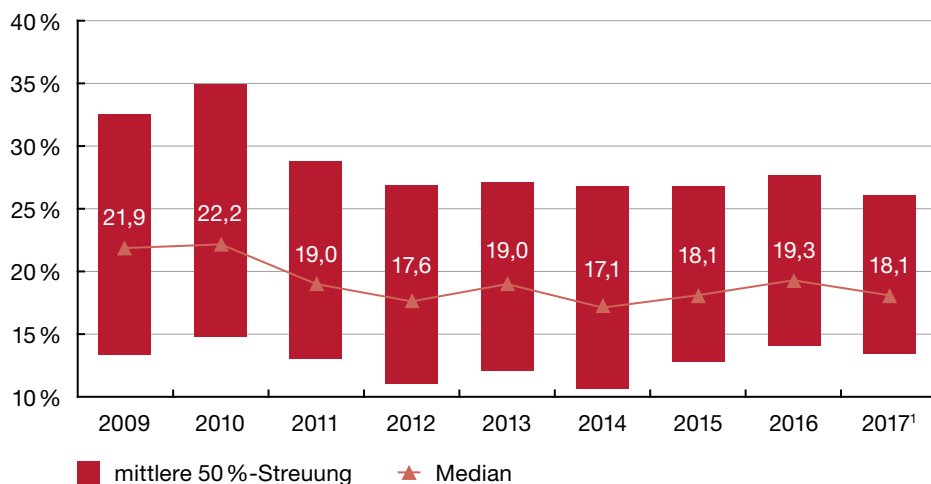
<sup>2</sup> Jahresüberschuss, soweit bekannt um wesentliche liquiditätsunwirksame Erträge/Aufwendungen bereinigt (hier insbesondere Abschreibungen, ab 2012: Aufzinsungseffekte).

## 2.4.2 Residual-Cashflow zur Verschuldung

**Tab. 4 Kennzahlen-Richtwerte Residual-Cashflow zur Verschuldung**

	Richtwert für eine mindestens zufriedenstellende Kreditbonität
EVU	≥ 10 %

**Abb. 13 Residual-Cashflow zur Verschuldung**



<sup>1</sup> Erwartungswert 2017

Die Residual-Cashflow-Kennzahl beschreibt das Verhältnis der operativen Liquidität nach Ausschüttungen zur Bruttofinanzverschuldung. Aus den Überschüssen des Residual-Cashflows können Investitionen aus Eigenliquidität finanziert und Tilgungen auf Bestandskredite geleistet werden. Die Kennzahl liegt im Median auf insgesamt zufriedenstellenden bis guten Niveaus, fällt aber relativ schwächer aus als die Bewertung der operativen Cashflows. Anders formuliert führt das mittlere Ausschüttungsniveau (siehe hierzu auch Kapitel C. 3.2), das branchenüblich auf tendenziell hohem Niveau liegt, zu einer Verschlechterung der Bonität.

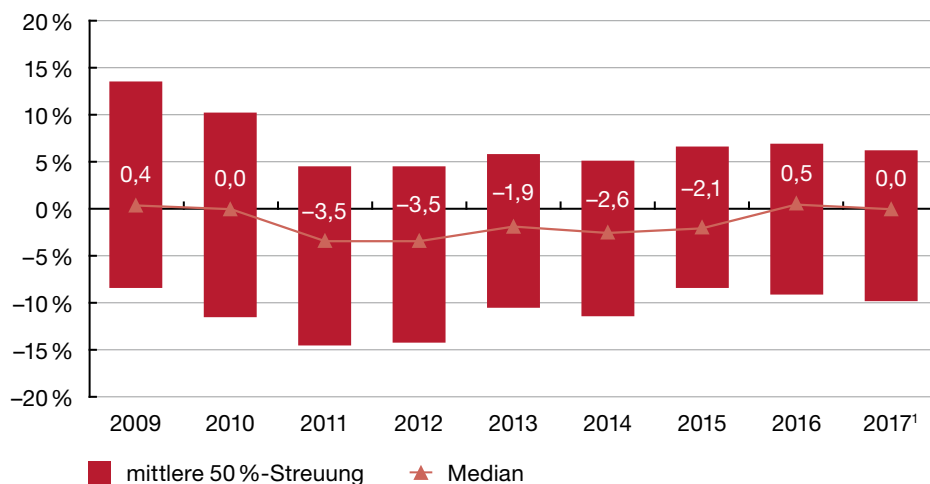
Der im Jahr 2016 gestiegene einfache Cashflow und das im Zeitablauf etwas rückläufige Ausschüttungsniveau führen zu einem mittleren Anstieg der Kennzahl auf 19,3%. Die Gewinnausschüttung der erfreulichen, tendenziell steigenden Ergebnisse seit 2015 führt 2017 wieder zu einem nachlaufend rückläufigen Residual-Cashflow. Dies zeigt: Um die Cashflow Effekte aus besseren Ergebnissen nachhaltig zu erhalten, müsste sich das Ergebniswachstum entsprechend dauerhaft fortsetzen oder eine Reduzierung der Ausschüttung vorgesehen werden.

### 2.4.3 Freier Cashflow zur Verschuldung

**Tab. 5 Kennzahlen-Richtwerte freier Cashflow zur Verschuldung**

	Richtwert für eine mindestens zufriedenstellende Kreditbonität
EVU	>0 %

**Abb. 14 Freier Cashflow zur Verschuldung**



<sup>1</sup> Erwartungswert 2017

Der freie Cashflow beschreibt die nach Ausschüttungen und Investitionen verbleibende operative Liquidität des EVU zur Bedienung von Finanzverbindlichkeiten. Überschüsse führen unter sonst konstanten Bilanzverhältnissen zu einer Reduzierung der Nettofinanzverschuldung, Unterdeckungen zu einer Erhöhung der Bruttofinanzverbindlichkeiten oder einem Abbau liquider Mittel. Der hier definierte freie Cashflow erfasst keine temporären Schwankungen aus Veränderungen des Nettoumlaufvermögens, um tendenziell nachhaltige Finanzierungseffekte aus Geschäftsergebnissen, Gewinnabführungen und Investitionen zu erfassen.

Begünstigt von im Jahr 2016 steigenden Residual-Cashflows sowie dem nach Auswertung der Bilanzen tendenziell etwas rückläufigen Anlagenwachstum und Investitionsvolumen (siehe Kapitel C.4) liegt der freie Cashflow erstmals seit 2010 im Mittel wieder positiv; daraus kann gefolgert werden, dass aus der um temporäre Effekte bereinigten Liquiditätssituation des Jahres 2016 entgegen der Vorjahre kein zur Deckung notwendiges Wachstum der Finanzverbindlichkeiten abzuleiten ist.

Auf der Passivseite schlägt sich dies in der oben geschilderten rückläufigen Bruttofinanzverschuldung (-2,5%) nieder. Der Median der Stichprobe liegt bezogen auf den freien Cashflow zur Verschuldung im Jahr 2016 bei +0,5%. Die Analyse des Jahres 2017 deutet gegenwärtig auf einen im Querschnitt weiterhin ausgeglichenen freien Cashflow hin.

Aus der (mehrjährigen, in die Zukunft gerichteten) Cashflow- und Finanzbedarfsanalyse können wichtige Erkenntnisse im Hinblick auf den langfristigen Finanzierungsbedarf, auf zweckmäßige Finanzierungslaufzeiten und tragfähige Tilgungsprofile abgeleitet werden. Auch für die Ableitung einer sachgerechten Eigenkapitalstrategie liefert die Analyse einen wesentlichen Beitrag: Wenn es das Ziel ist, zukünftiges Wachstum in stabiler Kapitalstruktur zu finanzieren, vereinbarte Zieleigenkapitalquoten zu erreichen und Entschuldungspotenziale zu realisieren, so folgt aus den geplanten freien Cashflows und den Auswirkungen der Liquiditätsplanung auf den Bilanzplan implizit der hierfür notwendige Eigenkapitaleinsatz. Die vielfach bilanzorientierte Diskussion zweckmäßiger Thesaurierungsquoten wird damit um die wesentliche liquiditätsorientierte Dimension erweitert.

## 3 Kapitalstruktur

### 3.1 Eigenmittel- und Eigenkapitalquote

Mindesteigenmittelquoten sind gängige Nebenbedingungen in vielen Kreditwürdigkeitsprüfungen und werden oftmals auch als Financial Covenants in Kreditverträgen verankert. Je höher der Anteil der Eigenmittel am Gesamtkapital, desto eher kann der Kreditnehmer Schwankungen und Risiken aus dem Geschäftsverlauf abfangen. Die Eigenmittelquote ist damit ein Kennzeichen für die finanzielle Stabilität eines Unternehmens, ein Signal an die übrigen Stakeholder zur Finanzierungsbereitschaft der Gesellschafter und ein Zeichen der finanziellen Unabhängigkeit gegenüber den Kreditmärkten. Für die Beurteilung der Bonität im Kreditprozess wird typischerweise auf eine wirtschaftliche Eigenmitteldefinition abgestellt; dies bedeutet, dass insbesondere auch diejenigen Positionen – zum Teil anteilig – hinzugerechnet werden, die einem Fremdkapitalgeber eine eigenkapitalähnliche Sicherheit gewähren. Hierzu zählen im EVU-Umfeld insbesondere Sonderposten aus gewährten Investitions- und Ertragszuschüssen, die bilanziell eine Sonderposition zwischen dem gesellschaftsrechtlichen Eigenkapital und dem bilanziellen Fremdkapital einnehmen. Sie machen im Median und Zeitablauf rund 7 bis 8 Prozentpunkte der wirtschaftlichen Eigenkapitalquote aus – sofern sie wie in der vorliegenden Analyse vollständig einbezogen werden.

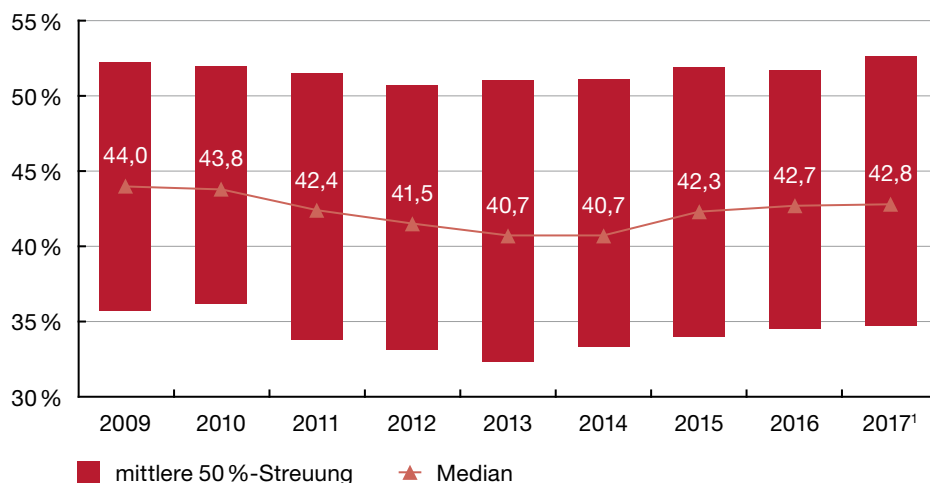
*Die Eigenmittelquote misst das Verhältnis des Haftungskapitals zum Gesamtkapital.*

Fremdkapitalfinanzierungen der Versorgungsnetze führen zu tendenziell niedrigeren Eigenkapitalquoten bei den EVUs mit eigenen Netzen. Derartige Fremdfinanzierungen des Anlagevermögens sind – auch branchenübergreifend – nicht unüblich. Bei der Beurteilung des Eigenmittelniveaus sollte daher eine entsprechende Differenzierung im Einzelfall und auch abhängig von dem Anteil der Zuschüsse an den Eigenmitteln vorgenommen werden:

**Tab. 6 Kennzahlen-Richtwerte Eigenmittelquote**

Art des Stadtwerks	tendenziell unbedenkliche wirtschaftliche Eigenmittelquote
EVU ohne eigene Netze	≤25–30 %
EVU mit eigenen Netzen	≤20–25 %

**Abb. 15 Wirtschaftliche Eigenmittelquote**



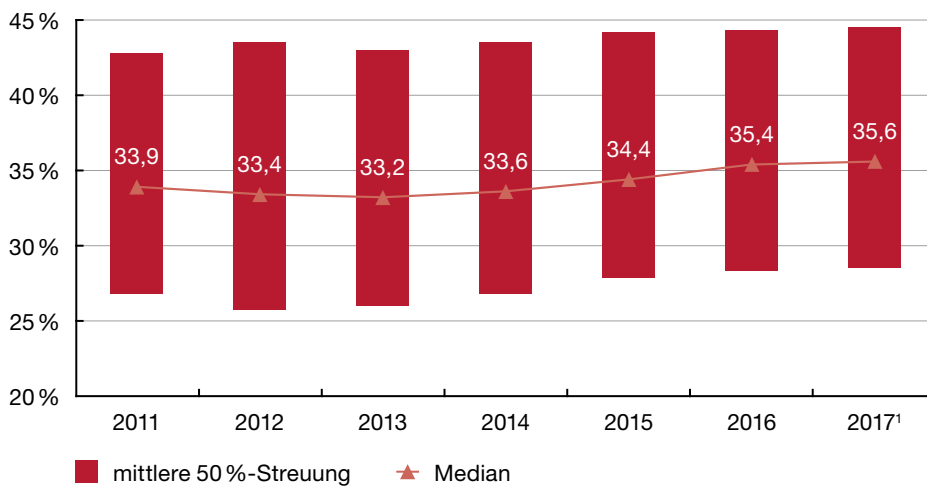
<sup>1</sup> Erwartungswert 2017

*Der Aufwärtstrend der Eigenmittelquote setzt sich in dem Panel fort. Sie liegt 2016 bei 42,7%. Der Erwartungswert 2017 liegt gegenwärtig bei rund 42,8%.*

Das Eigenmittelwachstum liegt 2016 im Median bei 2,6%. Die Bilanzsumme steigt ebenfalls, jedoch weniger stark um 1,4%. Für die Eigenmittelquote resultiert dabei ein Anstieg von 42,3% auf 42,7% und ein nochmals leicht verbesserter Wert für 2017 (42,8%). Der Anstieg der Eigenmittel resultiert dabei maßgeblich aus dem Anstieg des bilanziellen Eigenkapitals (+3,9%), dagegen haben die unter den Eigenmitteln erfassten Ertragszuschüsse abgenommen.

Angesichts des Wachstums des bilanziellen Eigenkapitals steigt auch die bilanzielle Eigenkapitalquote im Median weiter an (2016: 35,4%, Erwartung 2017: 35,6%).

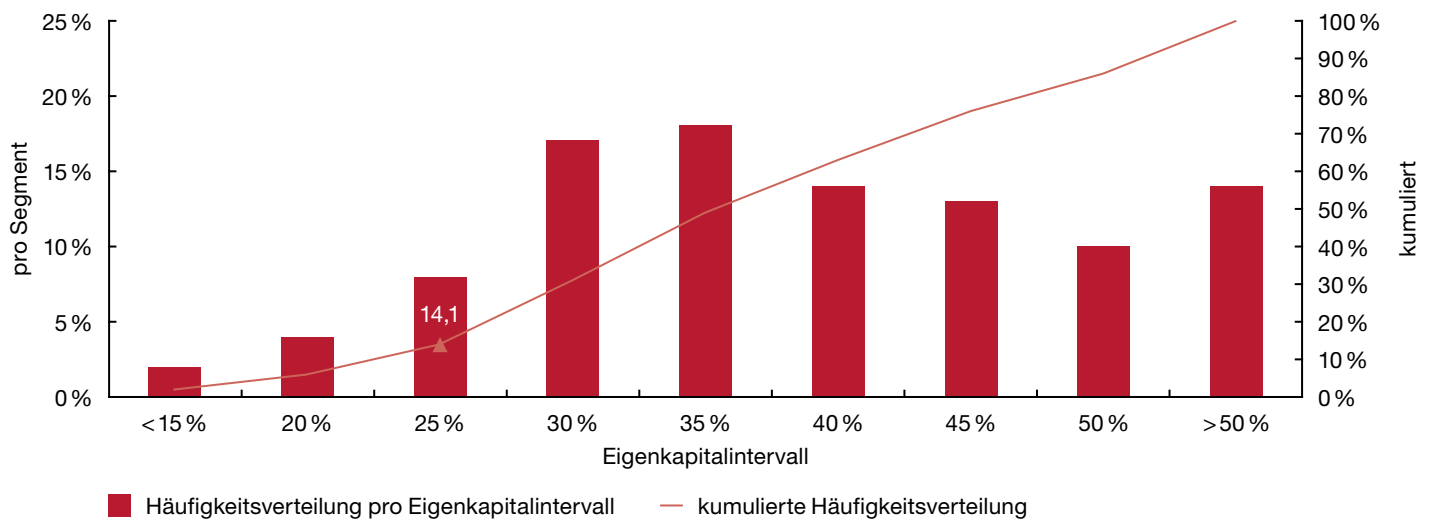
**Abb. 16 Bilanzielle Eigenkapitalquote**



<sup>1</sup> Erwartungswert 2017

Von besonderer Relevanz bleibt die Eigenkapitalquote für diejenigen EVUs am unteren Ende der Benchmark. Knapp 14% der EVUs, das sind rund 3 Prozentpunkte weniger als im Vorjahr, weisen eine Eigenkapitalquote von zum Teil deutlich unter 25% aus und liegen damit unter den ermittelten branchenüblichen, normalerweise notwendigen Ausprägungen:

**Abb. 17 Häufigkeitsverteilung Eigenkapitalquote (2016)**



Für EVUs am unteren Ende der Eigenkapitalbenchmark bleibt die Stärkung der Eigenkapitalbasis ein zentrales Finanzierungsanliegen. Insbesondere um Finanzingskrisen antizipativ zu vermeiden und eine geforderte Mindesteigenkapitalausstattung zu erreichen, können anteilige Gewinneinbehalte oder zusätzliche (wirtschaftliche) Eigenkapitalzuführungen vereinbart werden. Die daraus resultierenden Liquiditätseffekte können zur Teilfinanzierung der Investitionstätigkeit in den EVUs verwendet werden und helfen dabei, eine dem EVU-Anlagenwachstum angemessene Kapitalstrukturentwicklung bei Erhalt oder Wiederherstellung der Fremdfinanzierungsfähigkeit nachzubilden.

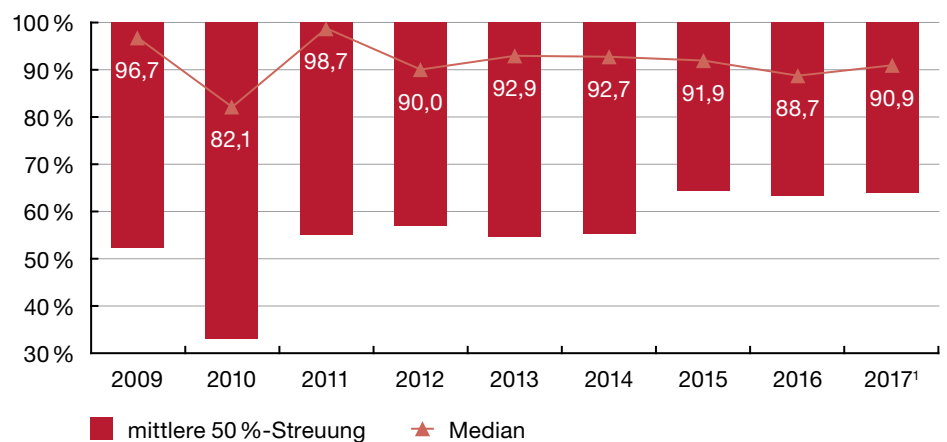
### 3.2 Ausschüttungsquote

*Die Ausschüttungsquote errechnet sich als Anteil der geleisteten Ausschüttungen an die Eigentümer an den erwirtschafteten Periodenüberschüssen.*

Das Ausschüttungsverhalten eines EVU ist naheliegend ein wichtiger Treiber seiner Innenfinanzierungskraft. Werden Periodenüberschüsse in hohem Umfang an den Gesellschafterkreis ausgeschüttet, so schmilzt der Spielraum, die selbst erwirtschaftete Liquidität im Unternehmen zu reinvestieren.

Zur Darstellung des Ausschüttungsverhaltens vergleicht die Studie möglichst periodengerecht die Ausschüttungen bezogen auf das Geschäftsjahr, in dem sie erwirtschaftet wurden. Je höher der Anteil der Ausschüttung bezogen auf den Jahresüberschuss, desto geringer ist tendenziell die Innenfinanzierungskraft des EVU.

**Abb. 18 Ausschüttungsquote**



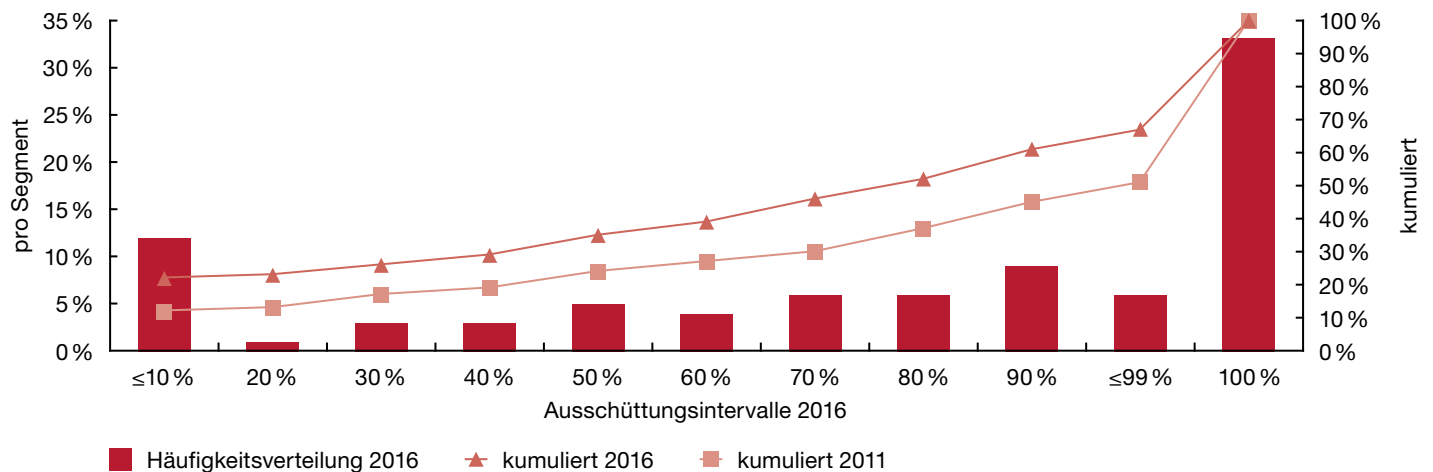
<sup>1</sup> Erwartungswert 2017

*Weiterhin im Mittel hohe Ausschüttungsquoten*

Die ermittelten Ausschüttungsquoten im Betrachtungszeitraum bestätigen, dass die Periodenergebnisse der EVUs branchentypisch ganz überwiegend an die Gesellschafter ausgeschüttet werden.

Im Jahr 2016 lag die aus dem Panel abgeleitete Median-Quote mit 88,7% rund 3,2 Prozentpunkte unter dem Vorjahresniveau, mutmaßlich unter anderem bedingt durch den im gleichen Jahr beobachteten Ergebnisanstieg. Aus den Datensätzen aus dem Jahr 2017 ist aktuell wieder ein Anstieg der Quote zu beobachten.

**Abb. 19 Häufigkeitsverteilung Ausschüttungsquote**





### 3.3 Verbindlichkeitsquote

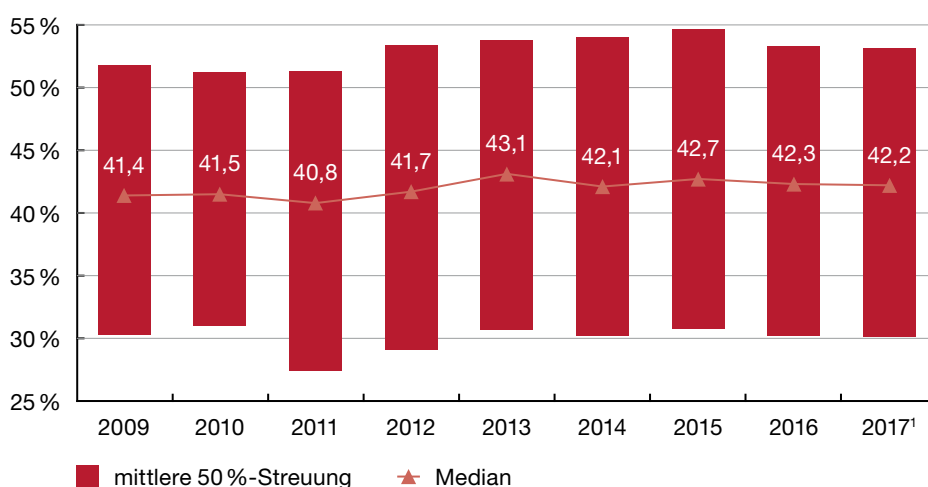
Konzeptionell der Eigenmittelquote nah ist die Verbindlichkeitsquote, die in dieser Studienfassung als Verhältnis der Bruttofinanzverschuldung zur Gesamtkapitalisierung definiert ist. Sie kann ebenfalls als Kapitalstrukturkennzahl zur Beurteilung der Finanzstabilität eines EVU herangezogen werden. Im Unterschied zur Eigenmittelquote ist ihre Basis auf das Finanzierungskapital beschränkt, das heißt, sie bezieht keine Veränderungen in den Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, sonstigen Verbindlichkeiten oder sonstigen Rückstellungen mit ein. Das macht sie zu einem besseren Vergleichsmaßstab für ein Finanzierungsbenchmarking.

Die Verbindlichkeitsquote findet unter anderem auch in den Bonitätsanalysen von Ratingagenturen Anwendung. Der in der Studie angesetzte Richtwert ist als indikativer Referenzpunkt der Finanzierungsmärkte für eine stabile Kapitalstruktur zu verstehen:

**Tab. 7 Kennzahlen-Richtwerte Verbindlichkeitsquote**

	tendenziell unbedenkliche Verbindlichkeitsquote
EVU	≤ 55 %

**Abb. 20 Verbindlichkeitsquote**



<sup>1</sup> Erwartungswert 2017

Sinkende Bruttofinanzschulden (-2,5%) führen zu einem tendenziell sinkenden Anteil der Fremdkapitalfinanzierung an der Gesamtfinanzierung; ebenso führt der steigende Eigenmittelanteil am Gesamtkapital zu einer Verbesserung der Quote auf 42,3%. Auf Basis bereits vorliegender Finanzzahlen für das Jahr 2017 ist tendenziell mit einer leicht rückläufigen Entwicklung zu rechnen.

*Die Verbindlichkeitsquote misst das Verhältnis der Bruttofinanzverschuldung zur Gesamtkapitalisierung.*

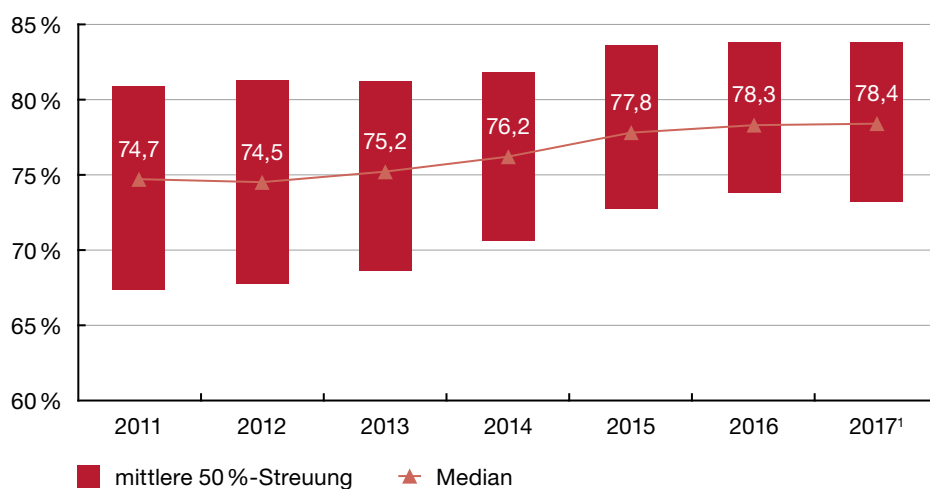
*Die Verbindlichkeitsquote sinkt 2016 auf 42,3%. Der Erwartungswert 2017 liegt gegenwärtig bei rund 42,2%.*

## 4 Investitionsverhalten

### 4.1 Anlagenquote

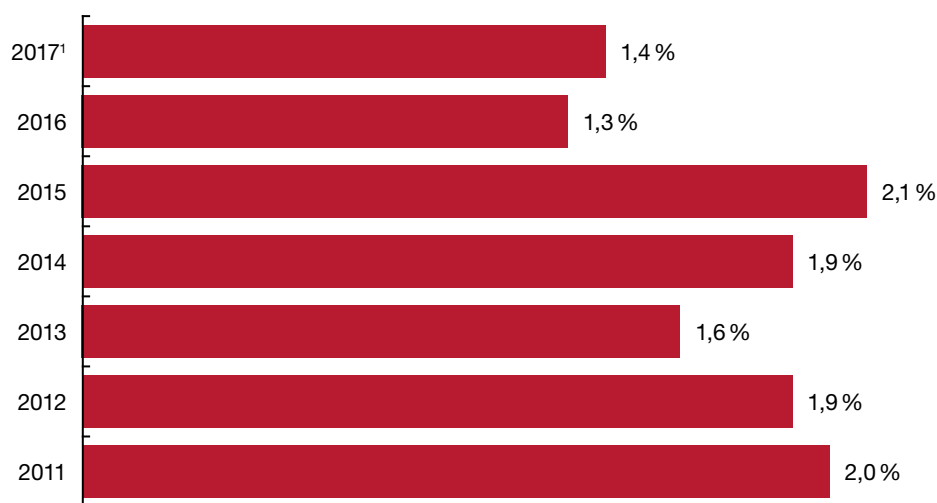
Um die Aussagen zum Investitionsverhalten der EVUs und deren Auswirkungen auf die Kapitalstruktur zu vervollständigen, ist die Entwicklung der Anlagenintensität in der Stichprobe von Bedeutung. Sie entspricht dem Anteil des bilanzierten Anlagevermögens am Gesamtkapital. Der Anlagenquote kommt für sich allein genommen im Kreditprozess aber keine herausgehobene Bedeutung zu.

**Abb. 21 Anlagenquote**



<sup>1</sup> Erwartungswert 2017

Die Versorgungswirtschaft zählt zu den anlagenintensiven Branchen. Der Anteil des Anlagevermögens an den Bilanzsummen liegt relativ hoch und steigt im Jahr 2016 noch einmal auf 78,3%. Dabei wächst das Anlagevermögen des EVU-Panels mit 1,3% schwächer als zuletzt, aufgrund des bei relativ konstanten Abschreibungen gegenüber dem Vorjahr im Querschnitt rückläufigen Investitionsvolumens. Dieser Umstand führt auch zu tendenziell steigenden freien Cashflows. Da außerdem das Gesamtfinanzierungskapital (Bruttofinanzschulden und Eigenmittel) etwas schwächer wächst (0,9%) als das Anlagevermögen, sinkt zudem der Anlagendeckungsgrad im Jahr 2016. Er kommt zuletzt auf circa 97,5%.

**Abb. 22 Anlagenwachstum**

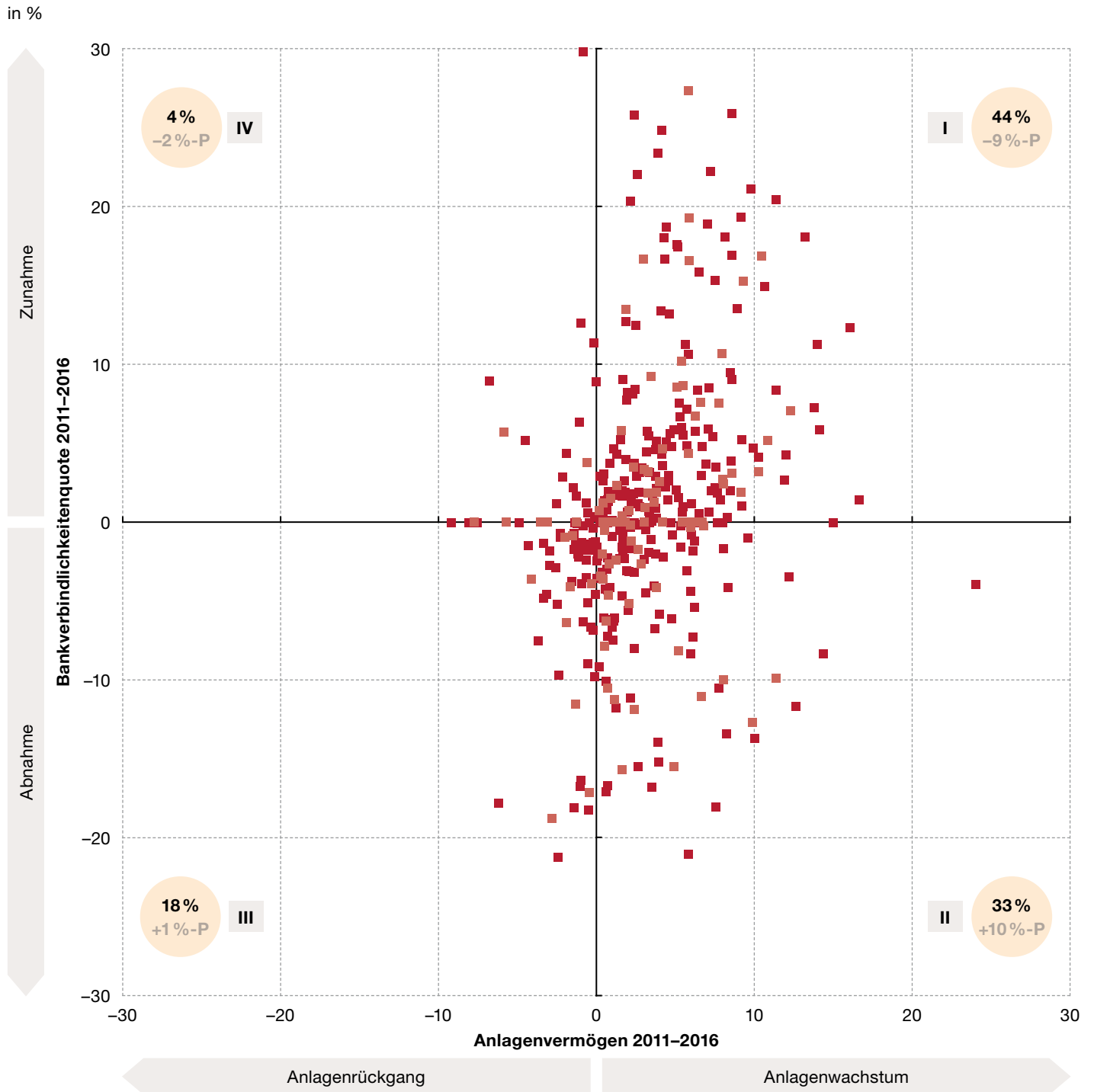
<sup>1</sup> Erwartungswert 2017

## 4.2 Investitionen und Finanzierungsmix

Um den Zusammenhang zwischen dem Investitionsverhalten der EVUs und dem Fremdfinanzierungsbedarf und dessen Bedeutung für die Bonitätsentwicklung der Branche über einen längeren Zeitraum zu illustrieren, zeigt die folgende Abbildung abschließend die Entwicklung der Wachstumsraten des Anlagevermögens und der Bankverbindlichkeitenquote für die Jahre 2011 bis 2016 sowie bis einschließlich 2017, soweit schon vorliegend.

EVUs mit wachsendem Anlagevermögen liegen in der rechten Hälfte, EVUs mit sinkenden Anlagenbuchwerten in der linken Hälfte der Grafik. EVUs mit sinkendem Fremdfinanzierungsanteil am Gesamtkapital liegen in der unteren, EVUs mit steigendem Fremdfinanzierungsanteil am Gesamtkapital in der oberen Hälfte der Grafik.

**Abb. 23 Wachstum des Nettoanlagevermögens und der Bankverbindlichkeiten am Gesamtfinanzierungsmix in den Jahren 2011 bis 2016**



%-P = Prozentpunkte

■ Benchmark EVUs 2017   ■ Benchmark EVUs 2016

Wie in den Vorjahren weist die Mehrheit der Studien-EVUs im Mehrjahresvergleich ein wachsendes Anlagevermögen aus. Die im Jahr 2016 sinkende Verbindlichkeitsquote, deren Entwicklung zuletzt von steigenden Eigenmittelanteilen und sinkenden Bruttofinanzschulden geprägt ist, führt zu einer im Querschnitt stabileren Entwicklung des Finanzierungsmixes im Mehrjahresvergleich. So nimmt der Anteil von EVUs, die ihr Anlagenwachstum in den letzten fünf Jahren mehrheitlich durch Ausweitung der Bankverbindlichkeitsquote finanzieren, zuletzt auf 44% ab. Dieser Quadrant stellt aber auch weiterhin die größte Gruppe des Studienpanels dar.

Aus der Analyse lassen sich insoweit folgende wesentliche Erkenntnisse ableiten:

1. Das Anlagenwachstum wurde wiederum mehrheitlich mit steigenden Fremdkapitalanteilen finanziert (44%, Quadrant I, oben rechts). In dieser Gruppe nimmt die Bonität tendenziell ab, soweit das Anlagenwachstum zukünftig nicht zu einer Verbesserung der Ertrags- und Liquiditätsposition führt.
2. Die Gruppe der wachsenden EVUs, die eine Ausweitung ihrer Bankverbindlichkeitsquote dennoch vermeiden, steigt deutlich an (33%, Quadrant II, unten rechts).
3. Eine Verbesserung der Kapitalstruktur realisieren zudem diejenigen EVUs, die eine Reduzierung der Bankverbindlichkeitsquote und einen Rückgang der Nettoanlagenbuchwerte, das heißt durch Anlagenverkauf und/oder niedrige Reinvestitionen, ausweisen (Quadrant III, unten links, 18%).

Das Spannungsverhältnis aus Wachstum und stabilen Kapitalstrukturverhältnissen gilt es langfristig mit einem angemessenen und nachhaltigen Gesamtfinanzierungskonzept 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. Damit ist sichergestellt, dass bestehende Kapitalstrukturverhältnisse in Wachstumsphasen gewahrt bleiben.

Nach dem ganzheitlichen Finanzierungsansatz geht es darum, ausgehend vom identifizierten Finanzierungsbedarf ein Gesamt-EVU-Finanzierungskonzept abzuleiten, das die Finanzierungsstrukturen, Finanzierungsmix und Liquiditätseffekte so kombiniert, dass es zu einer möglichst geringen Belastung der Kapitalstruktur des EVU kommt und ein fortgesetztes Wachstum auf Kosten der Bonität möglichst vermieden wird. Im Ergebnis führt dies vielfach zu mehr unternehmerischen Gestaltungsspielräumen und einer höheren Finanzierungsbereitschaft der Banken.

## 5 Tabellarische Zusammenfassung wesentlicher Kennzahlen

Abb. 24 Tabellarische Kennzahlenzusammenfassung (Gesamtpanel)

Kennzahl	Finanzierungsrichtwert	Ausprägung (Median)						
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 <sup>1</sup>
dynamischer Verschuldungsgrad	3,0–4,0	2,1	2,3	2,3	2,2	2,3	2,3	2,2
EBITDA-Zinsdeckungsgrad	3,5–6,0	9,1	9,4	9,6	10,1	11,0	11,9	12,5
Eigenmittelquote	20,0–30,0 %	42,4 %	41,5 %	40,7 %	40,7 %	42,3 %	42,7 %	42,8 %
Eigenkapitalquote	20,0–30,0 %	33,9 %	33,4 %	33,2 %	33,6 %	34,4 %	35,4 %	35,6 %
Ausschüttungsquote	–	98,7 %	90,0 %	92,9 %	92,7 %	91,9 %	88,7 %	90,9 %
Verbindlichkeitenquote	55,0 %	40,8 %	41,7 %	43,1 %	42,1 %	42,7 %	42,3 %	42,2 %
Anlagenquote	–	74,7 %	74,5 %	75,2 %	76,2 %	77,8 %	78,3 %	78,4 %
einfacher Cashflow zur Verschuldung	15,0 %	31,0 %	27,3 %	27,2 %	26,9 %	25,6 %	28,3 %	28,4 %
Residual-Cashflow zur Verschuldung	10,0 %	19,0 %	17,6 %	19,0 %	17,1 %	18,1 %	19,3 %	18,1 %
freier Cashflow zur Verschuldung	0,0 %	–3,5 %	–3,5 %	–1,9 %	–2,6 %	–2,1 %	0,5 %	0,0 %
EBITDA-Marge	–	14,1 %	13,4 %	13,2 %	13,6 %	15,0 %	14,7 %	14,8 %
Wachstum Bilanzsumme			2,5 %	2,1 %	0,6 %	–0,3 %	1,4 %	3,0 %
Wachstum Bruttofinanzverschuldung			4,4 %	1,1 %	–1,6 %	1,9 %	–2,5 %	0,4 %
Wachstum Nettofinanzverschuldung			9,5 %	–1,2 %	–4,4 %	6,6 %	–2,4 %	–7,6 %
Wachstum Anlagevermögen			1,9 %	1,6 %	1,9 %	2,1 %	1,3 %	1,4 %

<sup>1</sup> Erwartungswert 2017

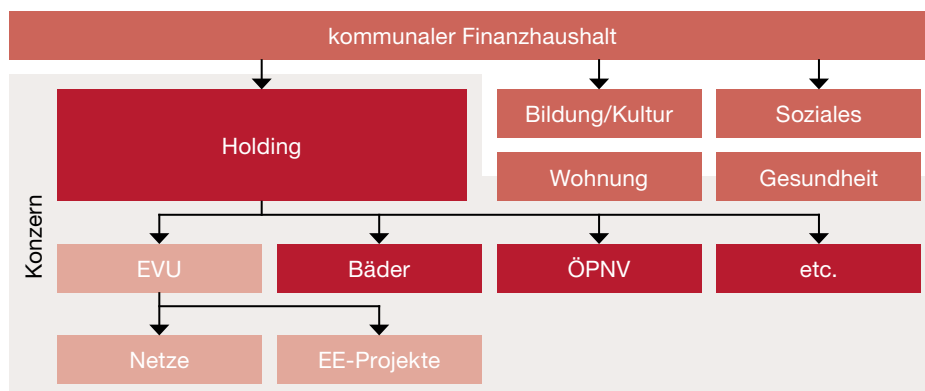
## D Finanzierung aus kommunaler Konzernsicht

### 1 Fortführung der Konzernanalyse aus der Studie des Vorjahres

Im Folgenden führen wir die Finanzanalyse der erstmals im Vorjahr zusätzlich erhobenen Datensätze privatwirtschaftlich organisierter, kommunaler Konzerne fort. Dies erfolgt vor dem Hintergrund, dass bei im Allgemeinen guten Finanzierungsverhältnissen der EVUs Finanzierungserfordernisse im Konzernverbund außerhalb der Finanzierung von Versorgungsinvestitionen fallweise zu Finanzierungsvorbehalten von Gläubigern führen. Schwierigkeiten treten insbesondere bei der Finanzierung von Investitionen der Daseinsvorsorge auf, soweit die betroffenen Kreditnehmer die Kapitaldienstfähigkeit nicht bzw. nicht allein aus dem Finanzierungskreis der Daseinsvorsorge herstellen können. Die Schließung der entstehenden Finanzierungslücke durch Beiträge aus der Versorgungssparte ist den kommunalen Konzernen zum Teil nicht bzw. nicht mehr möglich, unter anderem weil die finanziellen Spielräume der EVU-Aktivitäten begrenzt sind. Finanzierungen sind hier noch stärker unter Einbeziehung der Bonität der kommunalen Gesellschafter und fallweise mit Hilfe zusätzlicher kommunaler Liquidität zu strukturieren.

*Finanzierungsvorbehalte vor allem bei Finanzierungen außerhalb klassischer EVU-Bereiche*

**Abb. 25 Exemplarische Darstellung des kommunalen Konzerns**



## 2 Ausgewählte Finanzierungskennzahlen aus der kommunalen Konzernbenchmark

Für die Ableitung der Median-Kennzahlen 2016 haben wir uns wiederum auf die 75 exemplarisch ausgewerteten kommunalen Konzerne aus der Analyse des Vorjahres konzentriert und auf Basis der schon vorliegenden Abschlüsse für das Jahr 2017 einen Erwartungswert abgeleitet.

*Konzernergebnisse sind im Querschnitt weiterhin deutlich schwächer: Jeder dritte Konzern weist negative Jahresergebnisse (nach Konzern-Minderheiten) aus. EBITDA-Renditen liegen demgegenüber nur leicht unter denen aus dem EVU-Bereich.*

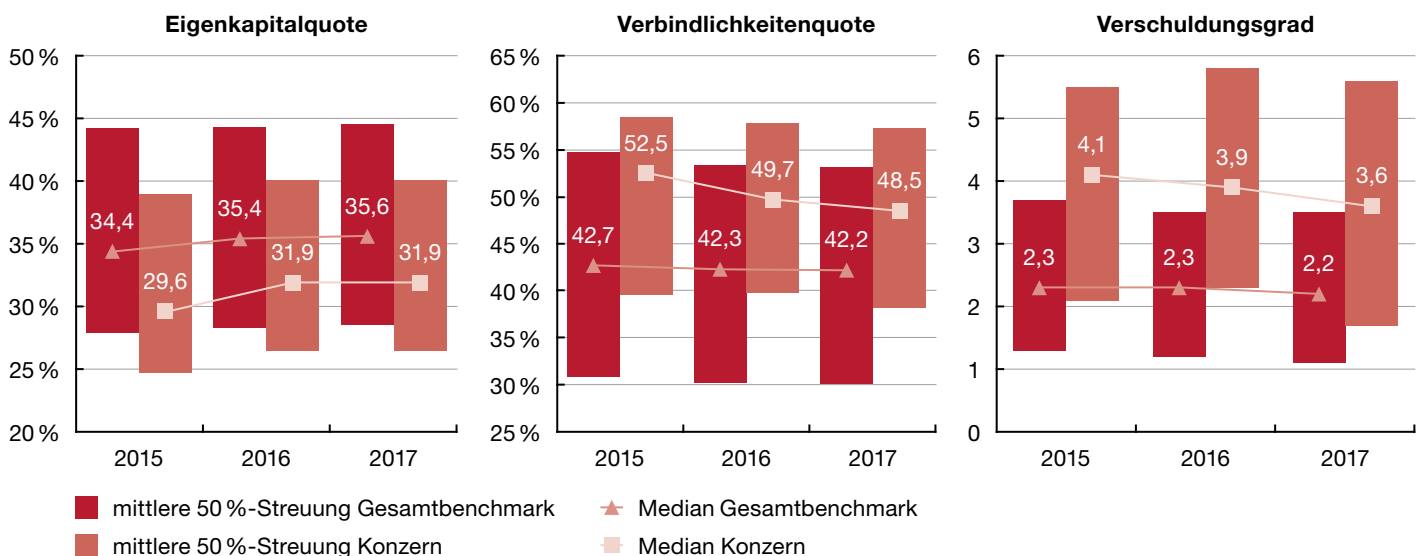
Um Abschreibungen auf Finanzanlagen bereinigt weist jeder dritte der untersuchten Konzerne im Jahr 2016 negative konsolidierte Jahresergebnisse nach Steuern und Minderheiten aus. Das System der Gewinn- und-Verlust-Verrechnungen verschiedener, in den Konzernen gebündelter Aktivitäten führt mit steigender Tendenz nicht für alle kommunalen Konzerne zu einem mindestens ausgeglichenen Jahresergebnis. Vor besonderen Herausforderungen stehen diejenigen Konzerne, deren EVUs 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 Konzern EBITDA-Rendite liegt 2016 im Querschnitt mit 13,0% (Vorjahr: 12,6%) demgegenüber nur etwas unter der Rendite der Gesamtbenchmark aus Kapitel C. Dies hängt unter anderem damit zusammen, dass die Umsatz- und Betriebskostenniveaus der übrigen kommunalen Konzernleistungen eine tendenziell geringere Bedeutung für den Konzern insgesamt haben als die der EVUs. Demgegenüber sind Effekte auf die Jahresergebnisse vor Steuern (bedingt durch Abschreibungen) und die bilanziellen Auswirkungen aus den übrigen kommunalen Konzernleistungen relativ höher.

*Insbesondere die Verschuldungskennzahlen fallen im Konzern im Querschnitt schwächer aus.*

Die Bilanzanalyse 2016 bestätigt, dass die untersuchten Konzerne tendenziell etwas schlechtere Eigenkapital- und Verbindlichkeitenquoten aufweisen als die EVU-Benchmark aus Kapitel C. Vor allem aber liegt der dynamische Konzern-Verschuldungsgrad deutlich über der EVU-Benchmark. Dies hängt wesentlich mit dem höheren Konzern-Finanzierungsvolumen zusammen, das im Jahr 2016 in der Untersuchung im Querschnitt rund 90% über dem der EVUs liegt, wohingegen das Konzern-EBITDA nur etwa 17% über dem EVU-Niveau liegt.

**Abb. 26 Eigenkapitalquote, Verbindlichkeitenquote und dynamischer Verschuldungsgrad im kommunalen Konzern**





Der deutlich höhere Konzern-Verschuldungsgrad (2015: 4,1; 2016: 3,9; Erwartungswert 2017: 3,6) bestätigt, dass das auf Leistungsbereiche außerhalb der EVUs entfallende Konzern-EBITDA deutlich kleiner ausfällt als das Finanzierungsvolumen. Die zusätzliche Verschuldung muss also durch niedrigere zusätzliche Ergebnisse getragen werden. Hierin liegt eine wesentliche Ursache für die Finanzierungsvorbehalte der Kreditgläubiger gegenüber solchen Finanzierungen.

*Deutlich höhere Verschuldungsgrade außerhalb der EVU-Aktivitäten – Analyse der Schuldendienstfähigkeit anhand detaillierter Cashflow-Planungen*

Für den Erfolg von Finanzierungsprozessen steht – vorbehaltlich des Finanzierungsanlasses, der angebotenen Sicherheiten und der Rolle des kommunalen Gesellschafters – insbesondere die Schuldendienstfähigkeit der finanzierungsrelevanten Einzelgesellschaften im Zentrum der Kreditanalyse. Die tendenziell schwächeren Ausprägungen klassischer Finanzierungskennzahlen in den betroffenen Konzerngesellschaften eignen sich hierzu zum Teil nur bedingt. Eine realistische Einschätzung der Umsetzbarkeit der Finanzierung erfordert stattdessen vor allem eine differenzierte Cashflow-Analyse.

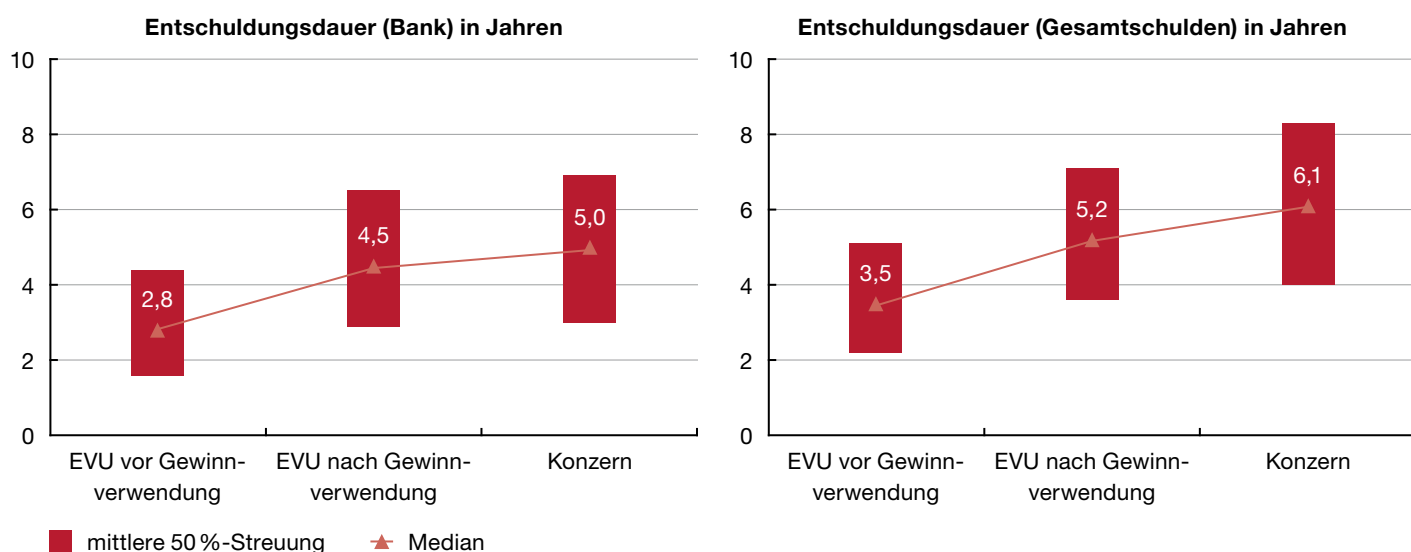
Insbesondere Finanzierungen außerhalb der Versorgungssparte sind aus den Gesamtkonzernverhältnissen und nach Verrechnung von Ergebnis- und Verlustübernahmen sowie weiteren Verbundbeziehungen heraus zu strukturieren. Die verbleibenden residualen Cashflows stellen hier eine wesentliche Determinante für 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.*

Das für das Benchmarking verwendete aggregierte, öffentlich zugängliche Datenmaterial erlaubt nur einen begrenzten Einblick in die Cashflow-Verhältnisse der Konzerne. Zudem sollte für geplante Finanzierungen die Analyse vor allem zukunftsgerichtet, also anhand der Wirtschaftsplanung, erfolgen. Um für Benchmarkingzwecke dennoch eine indikative Aussage zur Schuldentragfähigkeit auf historischer Basis und ohne differenzierte Analyse der Verbundbeziehungen treffen zu können, haben wir uns an der aus Kapitel C.2.3 bewährten Systematik von Liquiditätskennzahlen orientiert. Die nachstehend aufgeführte Entschuldungsdauer entspricht dabei dem Kehrwert des für die EVU-Benchmark ermittelten Verhältnisses des residualen Cashflows zu den Gesamtschulden. Sie gibt folglich Aufschluss darüber, in wie vielen Jahren das gegenwärtig in Anspruch genommene Finanzierungskapital aus dem Konzern bzw. aus der finanzierungsrelevanten Konzerngesellschaft rechnerisch zurückgeführt werden kann.

Die Konzernanalyse weist für das Jahr 2016 eine mittlere Entschuldungsdauer von 5,0 Jahren (Bankkredite) bzw. 6,1 Jahren (Gesamtverschuldung) aus. Sie liegt damit etwas – aber nicht sehr deutlich – schlechter als die für das Jahr 2016 mit 4,5 bzw. 5,2 Jahren ermittelte Entschuldungsdauer der EVUs aus der Gesamtbenchmark. Dies hängt wesentlich damit zusammen, dass die Cashflow-Perspektive die Gewinnverwendung mit einschließt, sodass die Entschuldungsdauern der EVUs durch die Gewinnabführung beeinträchtigt werden, während andere Konzernaktivitäten hiervon profitieren.

**Abb. 27 Entschuldungsdauern in der EVU-Benchmark und im kommunalen Konzern, 2016**



Unter Berücksichtigung der tendenziell längeren Finanzierungs- und Tilgungszeiträume für übliche Investitionsprojekte im kommunalen Konzernumfeld und der dadurch möglichen längeren Entschuldungsdauern liegen die mittleren Entschuldungsdauern unseres Konzernpanels auf einem Ausgangsniveau, aus dem fallweise zusätzliches Strukturierungspotenzial für Finanzierungen abgeleitet werden kann.

### 3 Organisation der Finanzierung in kommunalen Konzernen

Bezogen auf die Finanzierung von Versorgungsaktivitäten werden **langfristige Kredite** ganz mehrheitlich dezentral in den investierenden Konzerntochtergesellschaften aufgenommen, wie die Analyse der Kreditverbindlichkeiten unserer Konzernbenchmark bestätigt. Sofern zentrale Kreditaufnahmen für den Konzern erfolgen, sind diese in der Regel bei der Führungsgesellschaft der kreditbedürftigen Gesellschaften und nur in Ausnahmefällen direkt in der Kommune angesiedelt. Der **kurzfristige Liquiditätsbedarf** wird zunehmend – insbesondere bei größeren kommunalen Konzernen – über die Einrichtung eines Cash Pool oder kurzfristige Kreditvergabe zwischen den Gesellschaften organisiert.

*Finanzierungsstrukturen bislang mehrheitlich dezentral geprägt*

Nach dem Grad der Zentralisierung können die verschiedenen Organisationsstrukturen wie folgt zusammengefasst werden:

**Abb. 28 Organisationsformen der Finanzierung im kommunalen Konzern**

	rein dezentral		dezentral mit Cash Pool		dezentral mit kurzfristiger Aufnahme bei Konzern		Konzern mit starkem Fokus auf zentrale Finanzierung		rein zentral		rein zentrale Aufnahme bei Stadt	
	K	KG	K	KG	K	KG	K	KG	K	KG	Stadt	K
Aufnahme kurzfristiger Darlehen für Konzerngesellschaft		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓
Aufnahme langfristiger Darlehen für Konzerngesellschaft		✓		✓		✓	✓	✓	✓	✓		✓
Cash Pooling			virtuell oder physisch		virtuell oder physisch		virtuell oder physisch		virtuell oder physisch			



K = Konzern  
KG = Konzerngesellschaft

In den Versorgungsgesellschaften liegen vielfach stabile Finanzierungsverhältnisse vor. Zudem sind Investitionsanlässe und darauf abgestimmte Finanzierungen zwischen dem Versorger und einem bilateralen Kreditgeber vergleichsweise gut und relativ standardisiert umsetzbar. Da die Kreditversorgung für solche Projekte im Querschnitt als gut zu bezeichnen ist, bestand bislang insoweit wenig Anlass, von den etablierten Finanzierungsgepflogenheiten abzuweichen.

Etwas anders stellt sich die Situation für Konzerngesellschaften dar, die aufgrund ihrer schwächeren Finanz- und Ertragslage allein keinen hinreichenden Zugang zu den Kreditmärkten haben. Bürgschaften des Konzerns oder seiner Gesellschafter oder auch Verlustübernahmeerklärungen werden genutzt, um den kommunalen Gesamtkonzern in die Finanzierung einzubinden. Stärker als im EVU-Umfeld werden für Gesellschaften der Daseinsvorsorge auch Möglichkeiten geprüft, die Kreditversorgung durch Aufnahme der Mittel in den Konzernmuttergesellschaften sicherzustellen. Dadurch gewinnt der Prüfungsprozess in der Regel an Komplexität, da die Kapitaldienstfähigkeit über mehrere miteinander verbundene Gesellschaften beurteilt werden muss.

Über mehrere Finanzierungsrunden zunehmend heterogene Kredit- und Besicherungsverhältnisse könnten vermieden werden, wenn die Finanzierungsorganisation insgesamt zentralisiert würde. Vorbilder aus anderen Branchen zeigen, dass der damit verbundene Transparenzgewinn von den Kreditgebern fallweise mit günstigeren Konzernkonditionen und größerer Finanzierungsbereitschaft honoriert wird. Würde eine Zentralisierung zudem direkt auf kommunaler Ebene angesiedelt, würden Zinskosten voraussichtlich weiter sinken. Warum ist also die zentrale Konzernfinanzierung nicht weiter verbreitet und für wen kommt eine solche Struktur möglicherweise infrage?

Angesichts der Besonderheiten des kommunalen Konzerns ist die Umsetzung eines einheitlichen Finanzierungskreises, wie er in anderen Branchen noch häufiger als Finanzierungsmodell zum Einsatz kommt, vielschichtig. Für den Einstieg in die Abwägung solcher Strukturen für kommunale Konzerne haben sich unter anderem die folgenden, aus der Projektpraxis abgeleiteten zu klärenden Fragen herausgebildet:

***Kapitalkosten: Wirtschaftlichkeit überprüfen***

Zu klären sind abhängig von der Bonität der Kredit nehmenden Gesellschaften, der Konzernbonität und dem zukünftigen Finanzierungsvolumen die voraussichtlichen Kapitalkosteneffekte, also die Mehr- oder Minderkosten, die durch eine zentrale statt einer dezentralen Kreditaufnahme erzielt werden könnten. Kosteneffekte können aus Modellrechnungen typischerweise gut abgeleitet werden, wobei für die Kreditbewertung und den Abschluss von Konzernfinanzierungen die Erstellung einer konsolidierten Planung wesentlich ist. Zu berücksichtigen ist auch, dass in den meisten Fällen laufende Kreditverpflichtungen nur nach Tilgungsplan zurückgeführt oder nach Ablauf der Zinsbindung wirtschaftlich umstrukturiert werden können, sodass die Effekte erst mit Zeitverzug eintreten.

***Konzernorganisation: Organisation, Rolle und Selbstverständnis des Konzerns als Einflussfaktor***

Sofern die Konzernorganisation insgesamt dezentral ausgeprägt ist, indem sie den einzelnen Organisationseinheiten einen großen Handlungs- und Entscheidungsspielraum einräumt, kann die Zentralisierung der Finanzierung als Störfaktor empfunden werden, weil sie zumindest mittelbar auf Investitions- und Beschaffungsvorgänge einwirkt. Sofern Informationsasymmetrien zwischen den Entscheidern über Investition und Finanzierung vorliegen, kann das im schlimmsten Fall dazu führen, dass unternehmerisch sinnvolle Investitionen gefährdet sind. Zudem dürften sich Abstimmungsprozesse komplexitätszunehmend und somit potenziell kostenerhöhend auswirken.

***Einbindung der Kommune: Vorbereitung und Kommunikation des (internen) Finanzierungsprozesses, Routinen schaffen***

Mit der Zentralisierung sind zunehmende Informationsbedürfnisse sowie mögliche Eingriffe und Einflussnahmen von (zusätzlichen) Entscheidungs- und Kontrollgremien zu erwarten. Dabei ist zu berücksichtigen, dass Entscheidungsprozesse im Zusammenhang mit konzernweiten Kreditaufnahmen in der Regel nicht zum Geschäft der laufenden Verwaltung gehören; sofern also weitere kommunale Organe eingebunden werden müssen, steigt die Komplexität und der Zeitbedarf für die Realisation solcher Finanzierungen. Auch deshalb spielen der Zeitpunkt und die Finanzierungsumstände für die Zentralisierung eine Rolle: Können wesentliche Volumina gesamthaft umstrukturiert werden und zu Gesamtkreditengagements für einen langen Zeitraum zusammengefasst werden, reduziert dies den administrativen Aufwand bezogen auf die Gesamtlaufzeit des Kreditengagements.

***Corporate Governance: Zweckmäßige Anpassung der Organisation – Prozesse, Richtlinien erforderlich***

Die systematische Weitergabe von Krediten im Konzernverbund wird in den meisten Fällen die Erweiterung oder eine personelle Veränderung der Organisation erfordern. An dieser Schnittstelle sind die Finanzierungsabrufe aus den Gesellschaften auch inhaltlich zu prüfen, abzustimmen und im Gesamtkonzernkontext zu bewerten. Es ist also eine interne Kreditadministration einzurichten.

***Beihilferecht: Begünstigung aus staatlichen Mitteln sicher ausschließen***

Die Gewährung zentraler Kreditmittel an andere Konzerngesellschaften bedarf der Überprüfung, ob darin eine Beihilfe, das heißt eine Begünstigung aus staatlichen Mitteln zu sehen ist. Um dies sicher auszuschließen, ist die Weitergabe zu Marktbedingungen zu gewährleisten und muss bei der Kreditgewährung anhand von Ausfallrisiken und Bonität der Konzerngesellschaften dokumentiert werden. Auch hierzu sind Prozesse und Richtlinien zu etablieren.

***Steuerliche und gesellschaftsrechtliche Implikationen***

In allen Strukturierungsfällen sind, immer bezogen auf den vorliegenden Einzelfall, eventuelle steuerliche Implikationen zu bewerten. Das gilt für den Querverbund genauso wie für die Kommune. Hinzu kommt die notwendige Bewertung aller gesellschaftsvertraglichen Regelungen – auch die bezogen auf beteiligte Drittgeschafter – im Hinblick auf die Umsetzbarkeit einer zentralen Finanzierung.

***Rolle der Finanzierungspartner***

Die Positionen der Finanzierungspartner in alter und neuer Struktur spielen ebenfalls eine wesentliche Rolle, insbesondere soweit heute bestehende Finanzierungen im Hinblick auf Rating, Ausfallrisiko, Sicherheiten etc. unterschiedlich in der Konzernhierarchie eingebunden sind. Für den Gesamterfolg zentraler Finanzierungsstrukturen ist insoweit auch ein Konsens unter den Finanzierungspartnern herbeizuführen.

## Ihre Ansprechpartner

### **Bernd Papenstein**

Gesamtverantwortung  
Tel.: +49 211 981-2610  
bernd.papenstein@de.pwc.com

### **Andreas Rams**

Tel.: +49 211 981-1718  
andreas.rams@de.pwc.com

### **Marcel Eilrich**

Tel.: +49 211 981-1449  
marcel.eilrich@de.pwc.com

## Kennen Sie schon unsere Publikationen?



Energieversorger und kommunaler Konzern im Finanzcheck (Juni 2017)



Finanzierungsfähigkeit kommunaler Energieversorger (Mai 2016)



Konzessionsübernahme und strategische Finanzierung (Juli 2015)



Finanzwirtschaftliche Herausforderungen der EVU (Mai 2015)

## 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 158 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. Mehr als 10.600 engagierte Menschen an 21 Standorten. 2,09 Mrd. Euro Gesamtleistung. Führende Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft in Deutschland.

Das Autorenteam verbindet umfassende Finanzierungsexpertise mit einem tiefen Verständnis des Geschäftsmodells der Versorgungsunternehmen. So beraten wir seit vielen Jahren unter anderem Kommunen und kommunalnahe Unternehmen in Finanzierungsfragen und bringen diese Erfahrung in die Entwicklung tragfähiger und nachhaltiger Finanzierungskonzepte ein. An der Schnittstelle zwischen der öffentlichen Hand und der Privatwirtschaft realisieren und sichern wir partnerschaftlich anspruchsvolle Finanzierungsvorhaben, indem wir die Strukturierung, Ausschreibung und Verhandlung von Finanzierungen begleiten. Indem wir unabhängig von Banken und Produktinteressen beraten, schaffen wir für unsere Kunden einen messbaren Mehrwert. Unsere Kunden schätzen darüber hinaus unsere Erfahrungen in den Bereichen Finanzplanung und Finanzmanagement.

