

Kommunale Versorger und Konzerne – finanzielle Verfassung am Scheideweg

Aktualisiertes, kennzahlenbasiertes Benchmarking 2009–2021
für Energieversorger und ihre kommunalen Konzerne



Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	4
A Zusammenfassung.....	6
1 Wesentliche Ergebnisse.....	6
2 Kritische Bewertung.....	8
3 Statistical Bites.....	8
B Studienansatz	10
1 Zielsetzung	10
2 Aufbau	10
3 Methodik.....	11
4 Annahmen	13
C Kennzahlenanalyse der EVU.....	14
1 Selektion von Kennzahlen.....	14
2 Gewinn-und-Verlust-Rechnung – Ertragslage und Rentabilität	16
2.1 Umsatz	16
2.2 EBITDA	17
2.3 EBIT	19
3 Bilanzaktiva – Investitionen.....	20
3.1 Anlagenquote	20
3.2 Investitionsquote	21
3.3 Anlagenwachstum.....	22
3.4 Anlagenfinanzierung.....	23
4 Bilanzpassiva – Kapitalstruktur.....	24
4.1 Eigenkapitalquote	24
4.2 Ausschüttungsquote	27
4.3 Finanzverbindlichkeitenquote	29
5 Liquidität und Cashflow – Schuldendeckungsfähigkeit	30
5.1 Auswahl der Kennzahlen.....	30
5.2 Einfacher Cashflow	32
5.3 Residual Cash Flow.....	33
5.4 Freier Cashflow	34
5.5 Zinsdeckungsgrad	35
5.6 Dynamischer Verschuldungsgrad.....	37
6 Zusammenfassung wesentlicher Kennzahlen	40
D Kennzahlenanalyse der EVU-Konzerne	41
1 Abgrenzung der EVU-Konzerne.....	41
2 Finanzierungskennzahlen der EVU-Konzerne	42
Abkürzungsverzeichnis.....	44
Ihre Ansprechpersonen	45

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1	Einsatzmöglichkeiten der PwC-EVU-Benchmarkwerte zur Analyse und Prognose	9
Abb. 2	Vierschichtiger Aufbau der PwC-EVU-Kennzahlenanalyse	11
Abb. 3	Indikative Richtwerte ausgewählter Finanzkennzahlen der EVU im Überblick	15
Abb. 4	Nettoumsatzwachstum von 2012 bis 2021	16
Abb. 5	EBITDA-Marge im Zeitverlauf von 2011 bis 2021	17
Abb. 6	Entwicklung des EBITDA sowie der Umsatzerlöse im Jahr 2021	18
Abb. 7	EBIT-Marge im Zeitverlauf von 2011 bis 2021	19
Abb. 8	Anlagenquote im Zeitverlauf von 2011 bis 2021	20
Abb. 9	Investitionsquote im Zeitverlauf von 2012 bis 2021	21
Abb. 10	Anlagenwachstum pro Jahr im Zeitverlauf von 2011 bis 2021	22
Abb. 11	Entwicklung des Anlagevermögens und der Bankverbindlichkeitenquote in den Jahren 2020 und 2021	23
Abb. 12	Wirtschaftliche Eigenmittelquote im Zeitverlauf von 2011 bis 2021	25
Abb. 13	Bilanzielle Eigenkapitalquote im Zeitverlauf von 2011 bis 2021	26
Abb. 14	Häufigkeitsverteilung der Eigenkapitalquote im Jahr 2021	27
Abb. 15	Ausschüttungsquote im Zeitverlauf von 2013 bis 2021	28
Abb. 16	Häufigkeitsverteilung der Ausschüttungsquote im Jahr 2021 im Vergleich zum Jahr 2011 in kumulierten Werten	28

Abb. 17	Finanzverbindlichkeitenquote im Zeitverlauf von 2011 bis 2021	29
Abb. 18	Geschichtete Cashflowanalyse der Jahre 2020 und 2021 im Überblick	31
Abb. 19	Einfacher Cashflow zur Verschuldung im Zeitverlauf von 2011 bis 2021.....	32
Abb. 20	Residual Cash Flow zur Verschuldung im Zeitverlauf von 2011 bis 2021.....	33
Abb. 21	Freier Cashflow zur Verschuldung im Zeitverlauf von 2011 bis 2021.....	34
Abb. 22	EBITDA-Zinsdeckungsgrad im Zeitverlauf von 2011 bis 2021.....	36
Abb. 23	Dynamischer Verschuldungsgrad im Zeitverlauf von 2011 bis 2021.....	37
Abb. 24	Häufigkeitsverteilung des dynamischen Verschuldungsgrads im Jahr 2021	39
Abb. 25	Tabellarische Kennzahlzusammenfassung für den Zeitraum 2011 bis 2021	40
Abb. 26	Exemplarische Darstellung eines kommunalen Konzerns.....	42
Abb. 27	Dynamischer Verschuldungsgrad im kommunalen Konzern von 2019 bis 2021	42
Abb. 28	Bilanzielle Eigenkapitalquote im kommunalen Konzern von 2019 bis 2021	43
Abb. 29	Bilanzielle Finanzverbindlichkeitenquote im kommunalen Konzern von 2019 bis 2021	43



A Zusammenfassung

1 Wesentliche Ergebnisse

Finanzwirtschaftliche Analyse von 330 kommunalen Energie- und Versorgungsunternehmen für den Zeitraum von 2011 bis 2021

Seit dem Jahr 2014 analysiert PwC die Finanzverhältnisse von mehrheitlich kommunalen Energie- und Versorgungsunternehmen (EVU). Basis der Analysen sind die im Bundesanzeiger veröffentlichten Jahresabschlüsse. Die auf diese Weise gewonnenen empirischen Erkenntnisse publiziert PwC in Form einer Studie.

Die hier präsentierte Studie schließt an ihre Vorgängerinnen an und erweitert sie um Daten bis 2021. Der betrachtete Zeitraum endet damit genau vor dem Beginn erheblicher Marktumbrüche sowohl in den Energie- als auch in den Finanzmärkten im Jahr 2022. Die Studie arbeitet somit heraus, mit welcher Verfassung die Branche sich den verschärften Herausforderungen ihrer Märkte stellt.

Ziel dieser fortlaufenden Studienreihe ist es, die finanzwirtschaftlichen Verhältnisse in der Branche der EVU transparent zu machen

und Orientierungswerte für die strategische Unternehmenssteuerung bereitzustellen. Die stetige Überwachung und Analyse der Finanz- und Ertragslagen der EVU erlauben einen tiefen Einblick in die Wechselwirkung zwischen Finanzstrukturen und Ertragsverhältnissen. Ein besonderes Augenmerk liegt auf den charakteristischen Merkmalen des EVU-Sektors, wie etwa den typischen Gesellschafterstrukturen, dem Anlagevermögen, den Investitionsbedarfen, den Aufgaben der Daseinsvorsorge und weiteren.

Als wesentliche Analyseergebnisse für die Wirtschaftsjahre 2019, 2020 und 2021 sind bezogen auf das betrachtete EVU-Panel festzuhalten:

Die EBITDA-Marge ist im Zeitraum von 2019 bis 2021 rückläufig. Das 2019 noch auf 12,9 % liegende Niveau der EBITDA-Marge sank in den Jahren 2020 und 2021 kontinuierlich und erreichte 2021 einen Wert von 12,6 %. Der Nettoumsatz entwickelte sich im selben Zeitraum tendenziell positiv und wuchs von 2019 bis 2021 durchschnittlich um 3,3 %.

Die Investitionstätigkeit der EVU nahm in den Jahren 2019 bis 2021 weiter zu. Das Anlagevermögen der EVU ist über die betrachteten Jahre hinweg beständig gewachsen, wenngleich die Anlagenquote von 2019 bis 2021 von 79,4 % auf 78,8 % leicht zurückging. Dies bedingt sich durch die Verlängerung der Bilanzsummen der Branche, nicht durch geringere Anlagenvermögenspositionen. Das Investitionsvolumen stieg sich von 9,3 % im Jahr 2019 auf 10,0 % im Jahr 2021. Diese erhöhten Investitionen korrelieren jedoch nicht direkt mit der Profitabilität der Unternehmen.

Die Finanzstruktur hat sich im Zeitraum von 2019 bis 2021 leicht destabilisiert. Die bilanzielle Eigenkapitalquote sank von 35,7 % im Jahr 2019 auf 33,1 % im Jahr 2021. Im gleichen Zeitraum nahm die Verbindlichkeitsquote von 42,6 % auf 44,8 % zu. Dies reflektiert insbesondere das Wachstum der Brutto- und Nettofinanzschulden in den Jahren 2019 bis 2021, mit Wachstumsraten von 4,1 %, 3,2 % bzw. 5,4 % und 8,1 %, 3,9 % bzw. 9,1 %.

Obwohl die Verschuldung ansteigt, entwickelte sich der Zinsdeckungsgrad positiv. Trotz dieses Anstiegs der Verbindlichkeitsquote verbesserte sich der EBITDA-Zinsdeckungsgrad kontinuierlich von 15,9x im Jahr 2019 auf 16,5x im Jahr 2021. Dies ist auf den Verlauf der zwischenzeitlich beendeten Niedrigzinsphase zurückzuführen und nicht auf eine verbesserte Ertragslage der Unternehmen.

Der dynamische Verschuldungsgrad stieg von 2,3x im Jahr 2017 auf 3,1x im Jahr 2021. Das Verhältnis der (Netto-) Verbindlichkeiten zum EBITDA hat sich seit dem Jahr 2017 fünfmal in Folge erhöht. Bei hoher überwiegend kreditfinanzierter Investitionstätigkeit haben die EVU in Relation zur Verschuldung schlechtere Erträge realisiert. Dieser Effekt wurde zudem nicht von dem dabei noch geringen Zinsniveau abgefedert. Sowohl die Kennzahlen als auch insbesondere der ablesbare Trend bringen die Branche der EVU an einen Scheideweg – direkt vor Beginn der noch größeren Herausforderungen ab 2022.

Freie Cashflows verschlechterten sich 2021 weiterhin. Die Ausschüttungsquote der EVU hat sich im Zeitraum zwischen 2018 und 2021 leicht verringert – um 2,1 Prozentpunkte. Trotz eines Wachstums im Nettoumsatz mit im Jahr 2021 5,5 % Zuwachs gegenüber dem Vorjahr als guter Ausgangsbasis verschlechterte sich der freie Cashflow zur Verschuldung weiterhin, und zwar um 7,3 % im Jahr 2021. Dies beeinträchtigt – zusätzlich zum gestiegenen dynamischen Verschuldungsgrad, den wir bereits konstatiert haben – die Schuldendienstfähigkeit der Unternehmen.

Die Unterschiede in der Finanzierungsstabilität werden deutlicher. Die Eigenkapitalquote, sowohl bilanziell als auch wirtschaftlich, ist seit 2018 zurückgegangen, mit Werten von 33,1 % bzw. 40,8 % im Jahr 2021. Das spiegelt einen Trend zu einer höheren Verbindlichkeitsquote wider, die im Jahr 2021 bei 44,8 % lag.

Das Zinsumfeld bis 2021 begünstigte die EVU. Die hohen Zinsdeckungsgrade – etwa von 16,5 – im Jahr 2021 werden durch die Zinswende im weiteren Verlauf mindestens auf ein Normalniveau zurückgeführt werden. Bedingt waren sie durch niedrige Zinsen und nicht durch gute Erträge der EVU.

Die Finanz- und Ertragskennzahlen waren 2020 rückläufig und haben sich 2021 nur geringfügig erholt. Die EBITDA- und EBIT-Margen sind seit 2018 leicht gesunken, jedoch zeigt der Anstieg der Nettoumsätze im Jahr 2021, dass das Potenzial für bessere Ergebnisse immerhin bestünde.

Die Finanzlage der kommunalen Konzerne ist weiterhin belastet. Die vergleichende Betrachtung ausgewählter Kennzahlen der EVU-Konzerne bestätigt die Voranalysen, die bereits ergaben, dass sie finanziell weniger tragfähig sind als Einzel-EVU.

2 Kritische Bewertung

Aufgrund ihrer Finanzlage befinden sich die EVU am Scheideweg. Im Gesamtüberblick der Zahlenanalysen lässt insbesondere der Zeitraum von 2017 bis 2021 einen negativen Trend mit höheren Investitionen, höherer Verschuldung und relativ niedriger Ertragskraft erkennen. Infolgedessen hat sich die Schuldentragfähigkeit der EVU, fortlaufend ermittelt sowohl auf Basis einer Cashflowanalyse als auch auf Basis einer EBITDA-Analyse, verschlechtert. Im Median erscheinen die Werte noch tragfähig, an ihrem oberen Ende sind sie es nicht.

Vor dem Hintergrund der Umbrüche ab 2022 in den Märkten der EVU sowie den Finanzmärkten ist mit Blick auf die kommenden Jahre die Ausgangssituation der EVU äußerst belastend. In den Märkten der EVU sind unter anderem Investitionen in den Ausbau der Stromnetze erforderlich, steht der Ausbau der Wärmeversorgung an, sind Abwertungen und weitere Belastungen im Gasnetz zu berücksichtigen und werden die Unternehmen mitunter von ihren Gesellschaftern mit weiteren Aufgaben versehen. In der Finanzwirtschaft hat sich die Bewertung der Branche der EVU verschlechtert und ist zudem der Anstieg des Zinsniveaus als sehr fühlbare Belastung zu bewerten.

3 Statistical Bites

Im Wesentlichen ist die vorliegende Studie auf Grundlage einfacher Ansätze der deskriptiven Statistik entstanden. Ergänzend wurden jedoch auch Berechnungen auf Grundlage der induktiven Statistik vorgenommen. Dabei haben wir verschiedene Regressionsanalysen durchgeführt, um die komplexen Beziehungen zwischen der EBITDA-Marge, der Investitionsquote und dem dynamischen Verschuldungsgrad der EVU quantitativ genauer zu untersuchen. Vor dem Hintergrund der ermittelten Ergebnisse fassen wir diese hier als „Statistical Bites“ zusammen und stellen sie zur Diskussion:

- Die Daten der letzten Jahre lassen eine zunehmende Investitionsquote erkennen, die jedoch nicht mit einer Steigerung der Rentabilität der Unternehmen einhergeht. Die Korrelation von $-0,68$ zwischen EBITDA-Marge und Investitionsquote verdeutlicht dies. Der negative Korrelationswert besagt, dass verbunden mit der steigenden Investitionsquote die EBITDA-Marge tendenziell sinkt. Der signifikante t-Wert von $-2,63$ und das erklärte Varianzmaß R-Quadrat von $0,46$ untermauern diese Beziehung. Der t-Wert ist hier entscheidend, da er auf einen starken Einfluss der Investitionsquote auf die EBITDA-Marge hinweist, während das R-Quadrat besagt, dass 46% der Variation in der EBITDA-Marge durch die Variation in der Investitionsquote erklärt werden können.
- Die Analyse der Investitionsquote des Vorjahres und der aktuellen EBITDA-Marge offenbart einen vergleichbaren Zusammenhang. Mit einem t-Wert von $-2,18$ und einer Korrelation von $-0,64$ geht eine höhere Investitionsquote im Vorjahr mit einer geringeren EBITDA-Marge im laufenden Jahr einher. Es ist anzumerken, dass der R-Wert in dieser Berechnung

$0,40$ beträgt, was bedeutet, dass 40% der Veränderung in der EBITDA-Marge durch die Veränderung der Investitionsquote des Vorjahres bedingt sind.

- Zudem bestätigt die dritte Analyse den zuvor beobachteten Trend, dass eine wachsende Verschuldung mit einer geringeren Rentabilität einhergeht. Mit einer Korrelation von $-0,63$ und einem t-Wert von $-2,72$ deutet die Analyse darauf hin, dass eine erhöhte Verschuldung im Falle der EVU mit einer niedrigeren EBITDA-Marge korrespondiert. Der R-Wert beträgt hier $0,40$, was bedeutet, dass 40% der Veränderung in der EBITDA-Marge durch die Veränderung im Verschuldungsgrad erklärt werden können.

Die hier aufgezeigten ausgewählten Regressionsanalysen bestätigen die deskriptiven Auswertungen der Studie. Demzufolge befindet sich die Branche der EVU in einer zunehmend belastenden finanziellen Dynamik. Trotz der verstärkten Investitionen und der historisch niedrigen Zinssätze, die günstige Finanzierungsbedingungen bieten sollten, hat sich die Rentabilität der EVU, gemessen an der EBITDA-Marge, im selben Zeitraum verringert. Die EBITDA-Marge fiel von $14,7\%$ im Jahr 2017 auf $12,6\%$ im Jahr 2021. Daraus resultiert insbesondere die im dynamischen Verschuldungsgrad abgebildete geringere finanzielle Tragfähigkeit.

Diese Beobachtungen sollten Anlass zur Sorge geben. Sie unterstreichen die Notwendigkeit für EVU, ihre Investitions- und Finanzierungsstrategien sorgfältig zu prüfen, um sicherzustellen, dass sie nachhaltig sind und zur Verbesserung der Rentabilität beitragen. Andernfalls könnten sie sich in einer fortlaufenden finanzwirtschaftlichen Abwärtsspirale wiederfinden.

PwC-EVU-Benchmarking im praktischen Einsatz

Die Analyse – vergangener – Istzahlen liefert zunächst Informationen über die betrachteten Variablen selbst sowie deren Verhältnis zueinander. Auch lassen sich – mit dem nötigen Fachwissen – mögliche Kausalzusammenhänge der betrachteten Werte einschätzen.

Welchen Nutzen aber bieten diese retrospektiven Informationen für die heute mit dem Blick in die Zukunft zu treffenden unternehmerischen Entscheidungen?

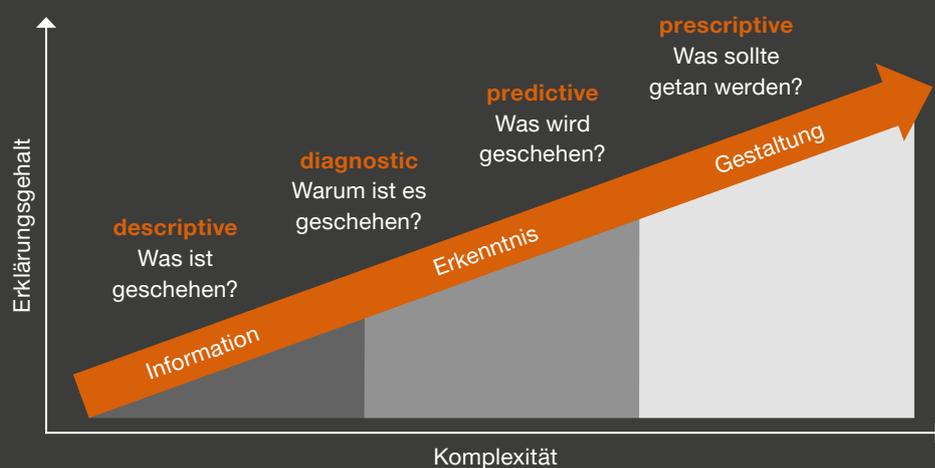
Aus den mehrjährigen Analysedaten dieser Studie zu den finanziellen Verhältnissen von Unternehmen in der – kommunalen – Energie- und Versorgungswirtschaft lassen sich abgeschichtet die folgenden Erkenntnisebenen ableiten:

- **Descriptive:** In der beschreibenden Darstellung werden der Kennzahlenverlauf der Branche sowie die Position einzelner Unternehmen abgebildet und bewertet.
- **Diagnostic:** Unter Einbeziehung weiterer Branchen- und Unternehmensdaten werden der Kennzahlenverlauf der Branche sowie derjenige einzelner Unternehmen begründet und bewertet.

- **Predictive:** Unter Einbeziehung weiterer Branchen- und Unternehmensdaten werden Trendverläufe für die Branche sowie für einzelne Unternehmen abgeleitet. Die betreffenden Analysen sind in Form von Sensitivitäts- und Szenariorechnungen durchführbar.

- **Prescriptive:** Unter Einbeziehung mehrerer Varianten von Planzahlen lässt sich der mögliche Verlauf der Kennzahlen einzelner Unternehmen im Vergleich zum Status der Branche simulieren. Auf dieser Basis können Unternehmen ihre Entscheidungen – etwa über Investitionen, Ausschüttung, Finanzierungen – treffen.

Abb. 1 Einsatzmöglichkeiten der PwC-EVU-Benchmarkwerte zur Analyse und Prognose



Wenn Sie die individuelle Position Ihres Unternehmens in der Studienbenchmark erfahren und damit verbundene Zusammenhänge verstehen möchten oder darüber hinaus Interesse an einer modellbasierten Bewertung von Zukunftsszenarien für Ihr Unternehmen haben, kontaktieren Sie uns einfach:

 E-Mail: andreas.rams@pwc.com
 Tel.: +49 170 3307119



B Studienansatz

1 Zielsetzung

Die vorliegende Studie verfolgt drei Ziele. Erstens will sie spezifische Kennzahlen von – überwiegend – kommunalen Unternehmen der Energie- und Versorgungswirtschaft umfassend darstellen und interpretieren. Im Fokus stehen dabei zentrale Kennzahlen zu deren Finanz- und Ertragslage. Im Detail werden wesentliche Finanzkennzahlen zur Ertragslage, Bilanz- und Kapitalstruktur sowie der Liquidität der EVU betrachtet.

Zweitens soll diese Studie eine Grundlage für weitere statistische Analysen liefern, die zur Bewertung der aktuellen Situation und der möglichen weiteren Entwicklung von EVU dienen können. Hierbei handelt es sich zum einen um finanzwirtschaftliche

Auswertungen, bezogen auf die gesamte Branche, und zum anderen spezielle Auswertungen, bezogen auf einzelne Unternehmen. So sollen etwa Benchmarkanalysen für einzelne EVU durchgeführt werden können, die deren finanzwirtschaftliche Positionierung darstellen. Alle Analysen dieser Art sollen sowohl auf Zeitpunkte als auch auf Perioden beziehbar sein.

Drittens soll die mit dieser Studie geschaffene Datenbasis ermöglichen, bei Veränderung wesentlicher Variablen in der Branche selbst oder auch bei einzelnen Unternehmen Kennzahlenverläufe zu simulieren. Diese betreffen etwa die Geschäftspläne einzelner Unternehmen oder auch die Gesamtragfähigkeit der Branche für anstehende Investitionspläne.

2 Aufbau

Diese Studie ist wie folgt aufgebaut: In Kapitel A werden die wesentlichen Ergebnisse der Untersuchung zusammengefasst vorgestellt. Kapitel B erläutert die Zielsetzung, den Aufbau, die Methodik sowie die grundlegenden Annahmen dieser Studie. Kapitel C enthält das Kernstück der Analyse. Hier werden die wesentlichen finanzwirtschaftlichen Kennzahlen der betrachteten EVU detailliert dargelegt, erläutert und bewertet. In Kapitel D wird abschließend die Analyse mit einem Blick auf die finanzwirtschaftliche Verfassung von EVU-Konzernen erweitert.

3 Methodik

Die Auswertungen dieser Studie basieren allein auf den Daten der im Bundesanzeiger veröffentlichten Jahresabschlüsse. Betrachtet werden circa 330 mehrheitlich kommunale EVU sowie circa 80 EVU-Konzerne in Deutschland. Die Auswahl aus der Grundgesamtheit aller EVU in Deutschland erfolgte per Zufall. Auf diese Weise gehen in einer breiten Streuung sowohl kleine als auch große EVU in die Analysen ein. Die Darstellung der betreffenden Unternehmen ist damit eine Fortschreibung der repräsentativen Auswahl der Vorgängerstudien.

Die Jahresabschlussdaten werden über mehrere Perioden hinweg betrachtet. Dabei werden absolute Werte und Mittelwerte für den Zeitraum von 2011 bis 2021 dargestellt.

Die Veränderungsdaten auf Jahresbasis ergeben sich folglich für den Zeitraum von 2012 bis 2021. Die Darstellung der ergänzenden Konzernanalysen beschränkt sich hier auf den Zeitraum von 2019 bis 2021.

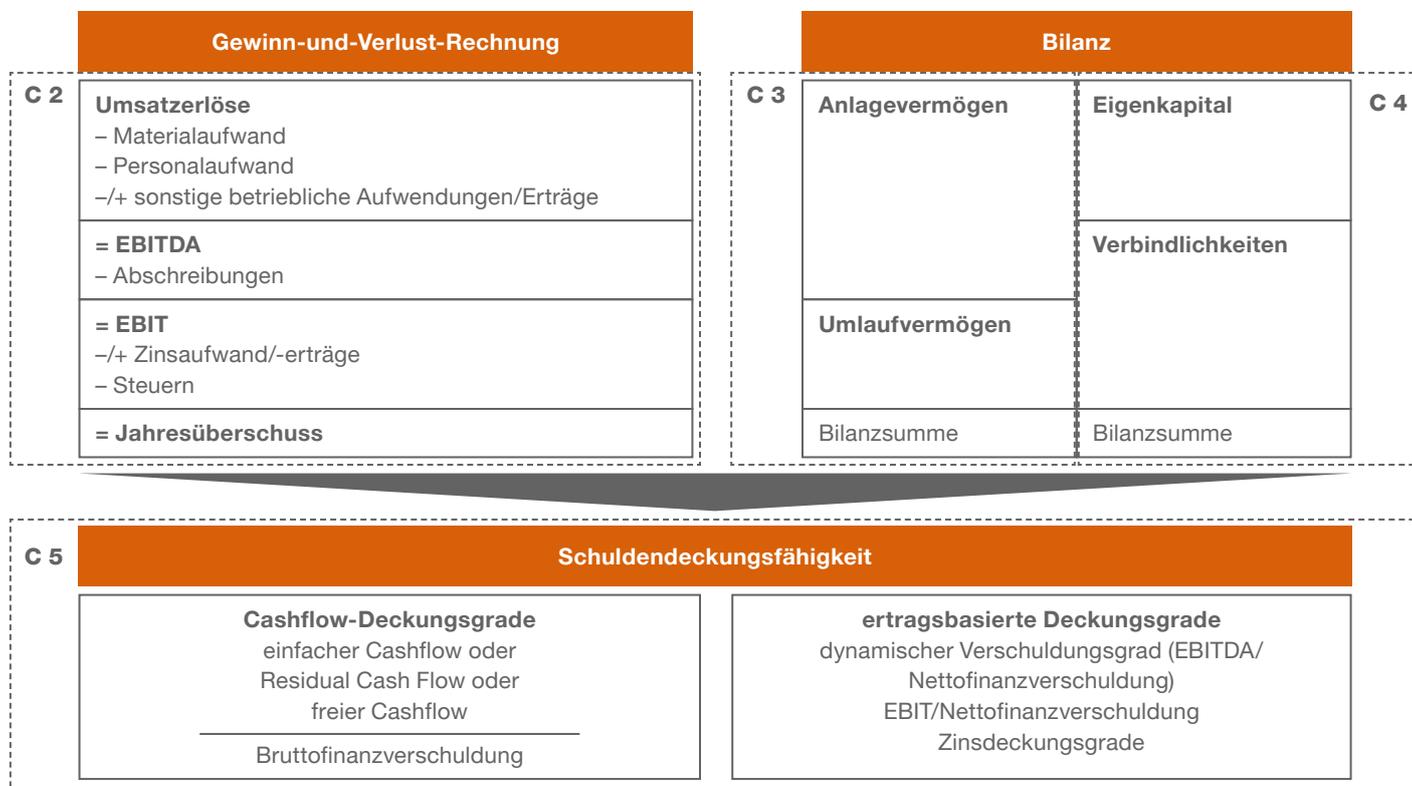
Bei den Zahlenanalysen geht diese Studie vierschichtig vor (siehe Abb. 2):

1. Im ersten Schritt werden wesentliche finanzwirtschaftlich relevante Kennwerte der Gewinn- und -Verlust-Rechnung analysiert. Dabei liegt der Fokus insbesondere auf den Themen der Ertragskraft und Rentabilität der EVU (siehe Kap. C 2).
2. Im zweiten Schritt schauen wir uns die Aktivseite der Bilanz genauer an. Im Mittelpunkt stehen hier das Anlagevermögen sowie korrespondierende Investitionsvolumina (siehe Kap. C 3).

3. Im dritten Schritt analysieren wir die Kapitalstruktur der Unternehmen. Im Detail werden die Anteile von Eigen- und Fremdkapital in der Bilanz sowie deren Veränderungen betrachtet (siehe Kap. C 4).
4. Im vierten und letzten Schritt stehen die Cashflowanalyse sowie der Blick auf die Schuldentragfähigkeit der EVU im Mittelpunkt. Es handelt sich um eine kombinierte Betrachtung der Gewinn- und -Verlust-Rechnung, der Bilanz und der Cashflow-rechnung (siehe Kap. C 5).

Hinter den schrittweisen Analysen über die hier vorgestellten vier Ebenen hinweg steckt die Absicht, sämtliche finanzwirtschaftlichen Bereiche der EVU ganzheitlich zu beleuchten und ihre Zusammenhänge transparent zu machen.

Abb. 2 Vierschichtiger Aufbau der PwC-EVU-Kennzahlenanalyse





Die in dieser Studie verwendete statistische Methodik beschränkt sich hier – im Wesentlichen – auf Basisansätze der deskriptiven Statistik. Bei den ausgewählten finanzwirtschaftlichen Kennzahlen werden insbesondere Mittelwerte sowie auch Streuungen um diese Mittelwerte herausgestellt. In der Analyse haben sich im Falle der Verwendung des arithmetischen Mittels (aufgrund von Ausreißern in der nicht normal verteilten Zahlenbasis) Verzerrungen ergeben. Vor diesem Hintergrund hat sich der Median als treffendere Kenngröße herausgestellt. Entsprechend ist in dieser Studie – sofern nicht anders angegeben – der Median der angewendete Mittelwert. Ergänzend werden die mittleren 50 %-Streuungen um den jeweiligen Medianwert abgebildet. Sie stellen den Kennzahlenbereich des zweiten und dritten Quartils der betrachteten Stichprobe dar. Die Streuungen um den Medianwert samt den Grenzwerten der Quartile verdeutlichen sowohl quantitativ als auch grafisch die jeweilige Streuungsbreite der Stichprobenwerte. In Einzelfällen werden die Verteilungen der Stichprobenwerte auch anhand

von Punktwolken innerhalb von Vier-Quadranten-Schemata aufgezeigt, um gleichzeitig Relationen im Bereich mehrerer darstellen zu können.

Die verwendeten Jahresabschlusszahlen sind nicht repräsentativ, da es in der Praxis kein einheitliches EVU-Geschäftsmodell gibt; dies gilt sowohl für Einzelunternehmen als auch für Konzerne. Diese Studie trägt dennoch der Vielzahl der möglichen Geschäftsfelder und deren Kombinationen Rechnung, indem sie per Zufallsauswahl eine große Zahl von EVU einbezieht. Für jedes im Abgleich mit der Benchmark betrachtete Einzelunternehmen sind jedoch immer mögliche individuelle Sonderfaktoren zu beachten. Diese betreffen etwa qualitative Einschätzungen und Bewertungen der aktuellen und zukünftigen Finanz- und Liquiditätsslage.

Dem Untersuchungsziel entsprechend sowie im Einklang mit ihren Vorgängerinnen fokussiert diese Studie sich auf die finanzwirtschaftlichen Kennzahlen der betreffenden EVU. Operative

Kennzahlen sind zwar mit diesen unmittelbar und mittelbar verbunden, werden aber mangels Verfügbarkeit hier nicht betrachtet. Die vorliegende Studie basiert ausschließlich auf den Werten der Jahresabschlüsse der betrachteten Unternehmen. Die fokussierten finanzwirtschaftlichen Kennzahlen sind mit denen verwandt, die auch externe Kreditanalyt:innen bei der Beurteilung der Finanz- und Ertragslage innerhalb der Energie- und Versorgungsbranche – sowie darüber hinaus – verwenden. Die betreffenden Kennzahlenausprägungen stellen somit unter anderem einen Indikator für die Finanzierungssituation von EVU sowie deren Branche insgesamt dar. Im Detail werden – wie bereits vorgestellt – Ertragskennzahlen, Investitionsgrade, Kapitalstrukturkennzahlen, Vermögens- und Liquiditätskennzahlen, Cashflowgrößen sowie die Ausschüttungsquote und dynamischen Verschuldungsgrade der EVU ermittelt. Die Auswahl der betreffenden Kennzahlen berücksichtigt auch, dass diese Orientierungswerte für den finanzwirtschaftlichen Teil der Unternehmenssteuerung verwendbar sein sollen.



4 Annahmen

Bei der Branche der – mehrheitlich kommunalen – EVU sind einzelne hier relevante Annahmen oder Besonderheiten zu beachten:

1. Die Branche der EVU ist in zahlreichen Geschäftsbereichen reguliert. Diese Regulierungen betreffen etwa Preisgestaltungen oder auch den Umfang und Rahmen von Investitionsentscheidungen. Sie beeinflussen unmittelbar und mittelbar die Wirtschaftlichkeitsrechnungen der EVU.
2. Die Geschäftsfelder der EVU erweisen sich – trotz aktueller Umbrüche – als relativ stabil. Festzustellen ist hier jedoch auch, dass die aktuellen Umbrüche in der Energiesparte zu Schwankungen führen können, die über das traditionelle Ausmaß hinausgehen.¹
3. Aus den langen Kapitalbindungen in der Branche der EVU mit in Teilen Zeiträumen von mehr als 30 Jahren resultieren vielfach auch langfristige Kreditfinanzierungen.

4. Die Branche der EVU ist in weiten Teilen durch kommunale Gesellschafterverhältnisse geprägt. Diese wirken traditionell stabilisierend, können jedoch auch belastend sein. Vielfach beauftragen Kommunen die EVU damit, wenig wirtschaftlichen Leistungen im Bereich der Daseinsvorsorge zu erbringen. Zudem erwarten sie oftmals hohe Ausschüttungen. Schließlich werden die in den letzten Jahren zunehmend belasteten Haushalte der Kommunen mitunter als Malus in der finanzwirtschaftlichen Bewertung betrachtet.

Für die finanzwirtschaftliche Seite der Betrachtung ergeben sich ebenfalls für diese Studie relevante Annahmen. Was den – möglichen – Zusammenhang zwischen der Finanzlage und der Ertragslage von Unternehmen betrifft, fußt die vorliegende Studie vereinfachend auf den beiden folgenden praktischen Annahmen:

1. Zunächst gehen wir davon aus, dass eine gute Ertragslage der betreffenden Unternehmen grundsätzlich auch zu einer guten Finanzlage führt.
2. Sodann nehmen wir an, dass eine gute Finanzlage der betreffenden Unternehmen deren Ertragslage zumindest insofern begünstigt, als sie bessere unternehmerische Handlungsmöglichkeiten eröffnet.

Folglich wird hier angenommen, dass auch in der Branche der EVU der Grundsatz, dass es einen wechselseitigen Zusammenhang von Finanz- und Ertragslage gibt, gilt, allerdings aufgrund der geschilderten Besonderheiten möglicherweise nur in eingeschränktem Maße.

¹ Zu denken ist hier etwa allgemein an die Energiewende, im Besonderen die Wärmewende oder den erforderlichen Ausbau des Stromnetzes. Nicht zuletzt hat sich die Gasinfrastruktur in Teilen in Richtung eines Stranded Asset gewandelt.



C Kennzahlenanalyse der EVU

1 Selektion von Kennzahlen

Mit dem Ziel, die finanzwirtschaftliche Situation und Entwicklung von EVU und der Branche insgesamt zu beschreiben und zu analysieren, konzentriert sich diese Studie auf die Betrachtung finanzwirtschaftlicher Kennzahlen. Wie bereits herausgestellt, beginnt die Betrachtung bei der Gewinn- und Verlust-Rechnung, widmet sich dann der Aktiv- und Passivseite der Bilanz und endet

schließlich bei den Cashflowkennzahlen und Kennzahlen der finanziellen Tragfähigkeit.

Ohne Anspruch auf Vollständigkeit gibt Abbildung 3 einen Überblick über wesentliche Finanzkennzahlen, die dem Untersuchungsziel dieser Studie dienlich sind. Zudem sind sie einfach nachzuvollziehen und lassen sich von interessierten Finanzleiter:innen leicht an deren Planungs- und Controllingsysteme

adaptieren. Die für diese Kennzahlen vorgeschlagenen Richtwerte basieren auf Erfahrungswerten sowie der Verteilung innerhalb der untersuchten Stichprobe – und sind als indikativ gesetzt zu verstehen. Sie finden sich auch in den Kreditratingsystemen für die Branche der EVU. Im Einzelfall sollte die Finanz- und Ertragslage eines EVU dennoch immer ganzheitlich unter Berücksichtigung seiner individuellen Struktur betrachtet werden.

Abb. 3 Indikative Richtwerte ausgewählter Finanzkennzahlen der EVU im Überblick

Kennzahl	Definition	Richtwerte EVU	
		ohne eigene Netze	mit eigenen Netzen
C 2 Gewinn-und-Verlust-Rechnung – Ertragslage und Rentabilität			
EBITDA-Marge	Verhältnis von EBITDA zu Nettoumsatzerlösen; drückt die Rentabilität des Unternehmens aus	≥ 10 %	≥ 10 %
EBIT-Marge	Verhältnis von EBIT zu Nettoumsatzerlösen; drückt die Rentabilität des Unternehmens aus	≥ 4,5 %	≥ 4,5 %
C 3 Bilanz – Investitionen			
Anlagenquote	Anteil des bilanzierten Anlagevermögens am Gesamtkapital; drückt die Anlageintensität aus	–	–
Investitionsquote	Verhältnis von getätigten Investitionen zum Umsatz; drückt das Investitionsverhalten aus	≥ 7,0 %	≥ 7,0 %
C 4 Bilanz – Kapitalstruktur			
Eigenkapitalquote (bilanziell)	Verhältnis des bilanziellen Eigenkapitals zum Gesamtkapital; drückt die finanzielle Stabilität aus	≥ 25–30 %	≥ 20–25 %
Eigenkapitalquote (wirtschaftlich)	Verhältnis des wirtschaftlichen Eigenkapitals inklusive eigenkapitalnaher Finanzierungsinstrumente – wie nachrangiger Gesellschafterdarlehen oder Sonderposten aus Investitionszuschüssen – zum Gesamtkapital; drückt die finanzielle Stabilität aus	≥ 30–35 %	≥ 25–30 %
Ausschüttungsquote	Verhältnis der Ausschüttungen zum Jahresergebnis	–	–
Finanzverbindlichkeitenquote	Verhältnis der verzinslichen Finanzverbindlichkeiten zum Gesamtkapital; drückt die finanzielle Stabilität aus	≤ 50–60 %	≤ 50–60 %
C 5 Liquidität und Cashflows – Schuldendeckungsfähigkeit			
Einfacher-Cashflow-Deckungsgrad	Verhältnis der Einnahmen aus der operativen Geschäftstätigkeit zu der Bruttofinanzverschuldung	≥ 25 %	≥ 25 %
Residual-Cash-Flow-Deckungsgrad	Verhältnis der Einnahmen aus der operativen Geschäftstätigkeit abzüglich Ausschüttungen und Kapitaldienst zu der Bruttofinanzverschuldung	≥ 15 %	≥ 15 %
Freier-Cashflow-Deckungsgrad	Verhältnis der Einnahmen aus der operativen Geschäftstätigkeit abzüglich Ausschüttungen und Investitionsausgaben zu der Bruttofinanzverschuldung	≥ 0 %	≥ 0 %
EBITDA-Zinsdeckungsgrad	Verhältnis des EBITDA zu dem Zinsaufwand; drückt die Fähigkeit aus, die Zinsverpflichtungen gegenüber den Kapitalgebern zu erfüllen	≥ 4,5x	≥ 6,0x
dynamischer Verschuldungsgrad	Verhältnis der Nettofinanzverschuldung zu dem EBITDA	≤ 3,0–3,5x	≤ 3,5–4,0x

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

Der einfachste Einstieg in die Analyse der Ertragslage und Rentabilität von Unternehmen erfolgt über deren Umsätze. In weiteren Schritten lässt sich dann anhand der Gewinn-und-Verlust-Rechnung die Rentabilität der untersuchten Unternehmen ermitteln. Im Fokus liegen in dieser Studie die finanzwirtschaftlich relevanten Größen „Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen“ (EBITDA) sowie „Ergebnis vor Zinsen und Steuern“ (EBIT). Beide Kennzahlen werden hier im Verhältnis zu den Umsätzen betrachtet. Die sich daraus ergebenden Ertragsmargen erlauben

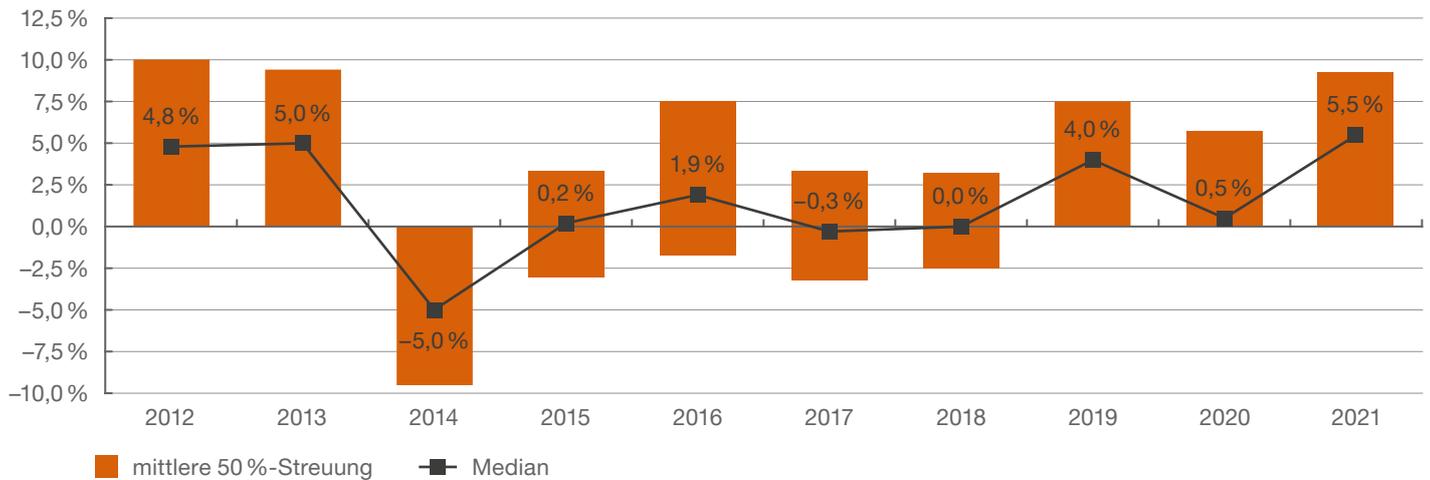
eine Aussage über die Rentabilität der untersuchten Unternehmen innerhalb eines Geschäftsjahres sowie deren Veränderung im Zeitverlauf.

2.1 Umsatz

Der hier betrachtete Nettoumsatz ist die Summe der Erträge, die ein Unternehmen im Laufe eines Geschäftsjahres erwirtschaftet – abzüglich der Verbrauchsteuern. Im Kontext der EVU stellt der Nettoumsatz eine einfache und gleichzeitig sehr aussagekräftige Größe dar. Daher wird in dieser Studie der Nettoumsatz – in Form seiner prozentualen Entwicklung jeweils gegenüber dem Vorjahr – im Zeitverlauf von 2012 bis 2021 betrachtet.²

Das Wachstum des Nettoumsatzes war im Jahr 2021 mit einem Median von 5,5 % deutlich stärker als 2020, als der Median bei lediglich 0,5 % lag. Tatsächlich stellt dieses Wachstum den höchsten Wert im gesamten dargestellten Betrachtungszeitraum dar. Gleichzeitig hat die Streuung der Wachstumsrate unter den beobachteten Unternehmen zugenommen, was auf eine später hier noch zu zeigende Zunahme der Anzahl von EVU hinweist, die ein höheres Nettoumsatzwachstum verzeichneten. Ursachen können Preis- und/oder Mengeneffekte sein. Grundsätzlich bieten wachsende Umsätze die Möglichkeit, die Margen auszuweiten oder bei Beibehaltung der Margen zumindest das absolute Ergebnis zu erhöhen.

Abb. 4 Nettoumsatzwachstum von 2012 bis 2021



² Im Falle der Analyse eines Einzelunternehmens wird zudem der absolute Wert des Umsatzes betrachtet. In der Summe der hier betrachteten 330 EVU ist eine entsprechende Absolutgröße – auch als Medianwert – jedoch nicht sinnvoll ableitbar.

2.2 EBITDA

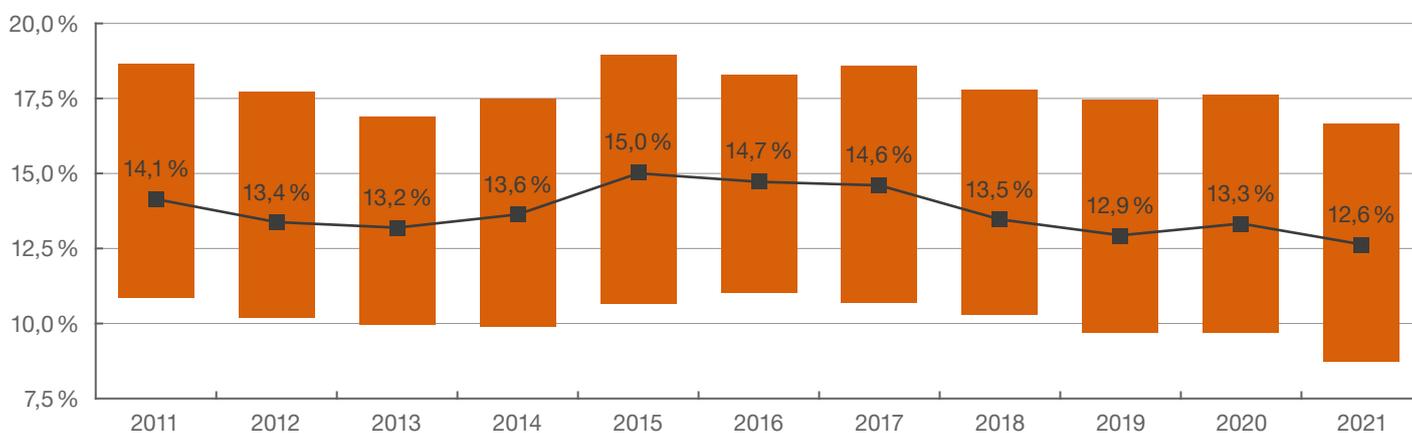
Das EBITDA (Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen auf materielle und immaterielle Vermögenswerte) ist erstens ein Wert, der die Rentabilität eines Unternehmens in Form seiner operativen Leistungsfähigkeit indiziert. Zweitens wird das EBITDA als ein Näherungswert für den Cashflow eines Unternehmens interpretiert. In vielen Finanzanalysen spielt das EBITDA sowohl absolut, als Marge in der Gewinn-und-Verlust-Rechnung, als auch in Relation zu weiteren Finanzwerten eine sehr große Rolle. Die hier betrachtete EBITDA-Marge stellt das Verhältnis des EBITDA zu den Nettoumsätzen dar und gibt Aufschluss über die Rentabilität der untersuchten EVU.

Auf kurze Sicht wird deutlich, dass der Medianwert der EBITDA-Marge der EVU im Vergleich zum

Vorjahr um 0,7 Prozentpunkte auf 12,6% gesunken ist. Dabei setzt dieser Rückgang den Trend des gesamten Zeitraums seit 2015 fort, der nur im Jahr 2020 unterbrochen wurde. Überdies wird deutlich, dass der Margenwert des Jahres 2021 den schlechtesten des gesamten betrachteten Zeitraums darstellt. Vor dem Hintergrund der aufgezeigten hohen weiteren Bedeutung des EBITDA in den weiteren finanzwirtschaftlichen Analysen dieser Studie deutet sich bereits hier eine belastete Gesamtsituation an.

Das zuvor gezeigte hohe Umsatzwachstum kann offenbar nicht hinreichend oder nicht gleichlaufend in bessere Gewinne umgesetzt werden. Eine vertiefende Betrachtung einzelner Geschäftssparten kann und muss hier für die Einzelunternehmen sowie darüber hinaus weitere Erkenntnisse bringen. Im Rahmen dieser Studie ist dies allerdings nicht möglich.

Abb. 5 EBITDA-Marge im Zeitverlauf von 2011 bis 2021



Art des Stadtwerks

EVU mit oder ohne eigene Netze

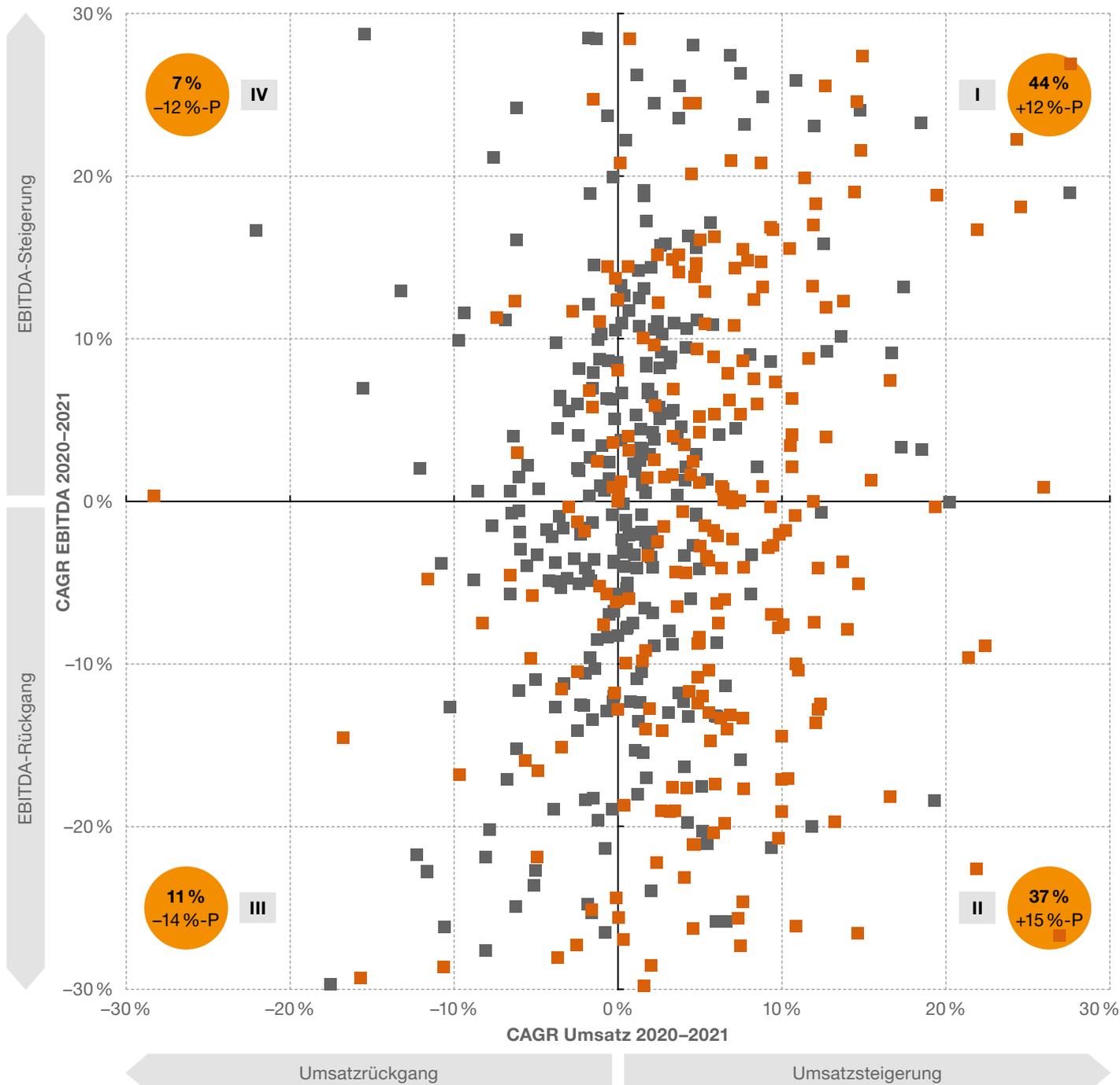
Tendenziell zufriedenstellende EBITDA-Marge

≥ 10,0 %

Die wichtige Analyse des EBITDA soll hier um die parallele Betrachtung der Entwicklung von Umsatz und EBITDA ergänzt werden. Die sich dabei ergebende Veränderungsanalyse setzt das durchschnittliche jährliche Wachstum (Compound Annual Growth

Rate, CAGR) von Umsatz und EBITDA ins Verhältnis zueinander. Die folgende Darstellung vergleicht den Umsatz und das EBITDA im jüngsten hier verfügbaren Geschäftsjahr 2021 mit denen des Vorjahres 2020.

Abb. 6 Entwicklung des EBITDA sowie der Umsatzerlöse im Jahr 2021



%-P = Prozentpunkte

■ Benchmark EVUs 2020 ■ Benchmark EVUs 2021

Die Daten für das Jahr 2021 zeigen eine auffallende Änderung im Vergleich zum Vorjahr. Während 2020 die Verteilung der Umsatz- und Ergebnisentwicklungen – bezogen auf das EBITDA – in allen vier Quadranten relativ gleich war, ist im Jahr 2021 eine deutliche Verschiebung erkennbar. Der Anteil der Unternehmen, die sowohl beim Umsatz als auch beim EBITDA Zuwächse verzeichneten (Quadrant I), erhöhte sich deutlich auf 44 %. Gleichzeitig stieg der Anteil der Unternehmen mit wachsenden Umsätzen und sinkendem EBITDA (Quadrant II) auf 37 %. Diese Beobachtung steht im Einklang mit der zuvor erörterten Abnahme der durchschnittlichen EBITDA-Marge der EVU-Branche von 13,3 % im Jahr 2020 auf 12,6 % im Jahr 2021.

Gleichzeitig zeigt die Analyse, dass der Anteil der EVU, die sowohl einen Rückgang der Umsätze als auch des EBITDA zu verzeichnen hatten (Quadrant III), auf 11 % gesunken ist. Darüber hinaus hat der Anteil derjenigen EVU, die bei sinkenden Umsätzen ein höheres EBITDA erzielen konnten (Quadrant IV), abgenommen; ihr Anteil sank auf 7 %.

Die hier vorgestellte überschlägige Analyse bestätigt die Erkenntnisse der vorangegangenen Betrachtung der Kenngrößen zur Umsatzentwicklung und der Entwicklung der EBITDA-Marge. Insgesamt lässt sich bei im Durchschnitt solide steigenden Umsätzen eine Verschlechterung der Rentabilitäten feststellen.

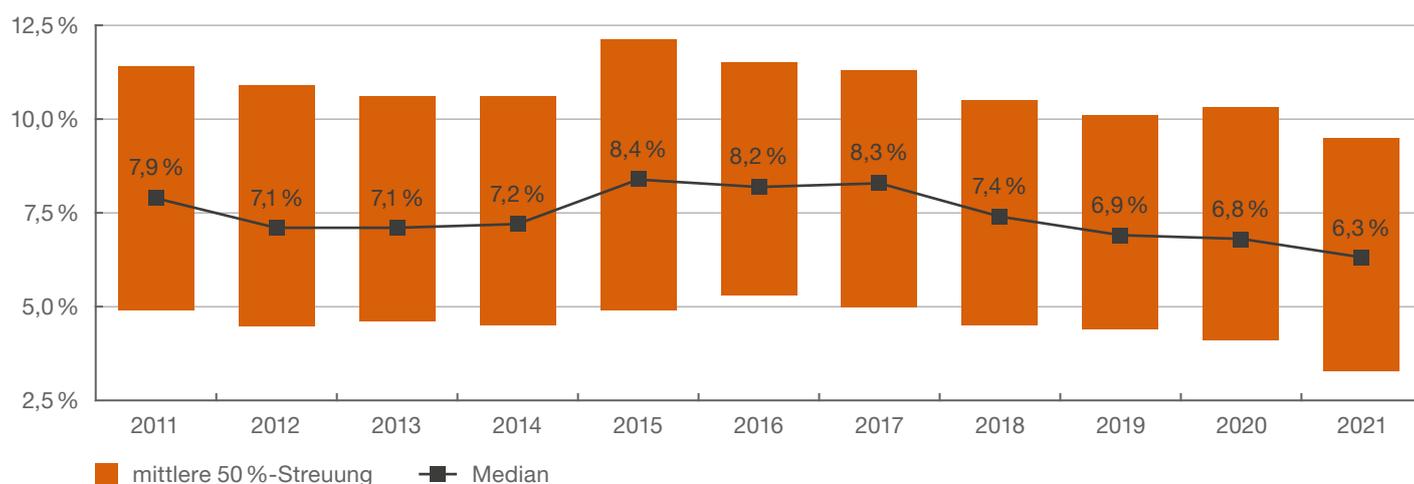
2.3 EBIT

Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) wird ermittelt, indem vom EBITDA die Abschreibungen abgezogen werden. Einige Analysen verwenden neben oder alternativ zur EBITDA-Marge die EBIT-Marge, um die Rentabilität eines Unternehmens zu messen. Diese ergibt sich aus dem Verhältnis des EBIT zu dem Wert des Nettoumsatzes und resultiert aus der EBITDA-Marge, die dann um den Anteil der Abschreibungen reduziert wurde. Somit liefert die Analyse nach Abschreibungen die Ergebnismerte nach Berücksichtigung des Aufwands für die (Ab-)Nutzung des Investitionskapitals. Der Vergleich von EBITDA-Marge und EBIT-Marge ermöglicht, die Effekte

unterschiedlicher Investitionsphasen von Unternehmen darzustellen. Je höher die Abschreibungen eines Unternehmens, desto größer ist die Differenz zwischen EBITDA und EBIT bzw. zwischen den entsprechenden Margen eines Unternehmens.

In der folgenden Darstellung sind die Stichprobenwerte für die Jahre 2012 bis 2021 dargestellt. Diese unterstreichen das bereits im Rahmen der Betrachtung der EBITDA-Margen gewonnene Bild von seit 2015 insgesamt rückläufigen Margen. 2021 ist die EBIT-Marge weiter auf 6,3 % gesunken. Dies steht erstens im Kontrast zu den gestiegenen Umsätzen, die immerhin das Potenzial für verbesserte Ergebnismargen besaßen. Zweitens stellt die EBIT-Marge des Jahres 2021 den niedrigsten Wert des gesamten Betrachtungszeitraums dar. Schließlich ist der Medianwert des EBIT im Vergleich zum Vorjahr um 0,5 Prozentpunkte gesunken, während die mittlere 50 %-Streuung bei 6,2 % konstant geblieben ist.

Abb. 7 EBIT-Marge im Zeitverlauf von 2011 bis 2021



Die Betrachtung des zuletzt kontinuierlichen Rückgangs der EBIT-Marge der EVU bestätigt abermals, dass sich die Rentabilitäten trotz durchschnittlich solide gestiegener Umsätze verschlechtert haben.

3 Bilanzaktiva – Investitionen

Bei der Analyse der Investitionen stehen hier das Anlagevermögen, die Investitionsquote und das Anlagenwachstum im Mittelpunkt der Betrachtung. In diesen Positionen werden wesentliche Aspekte der weiteren wirtschaftlichen Aktivität der EVU deutlich. Verbunden mit der dann folgenden Analyse der Finanzierung des Anlagevermögens sowie der erzielten Rentabilität werden im weiteren Verlauf dieser Studie auch Rückschlüsse auf die finanzielle Tragfähigkeit der Unternehmen möglich.

Art des Stadtwerks

EVU mit oder ohne eigene Netze

Tendenziell zufriedenstellende EBIT-Marge

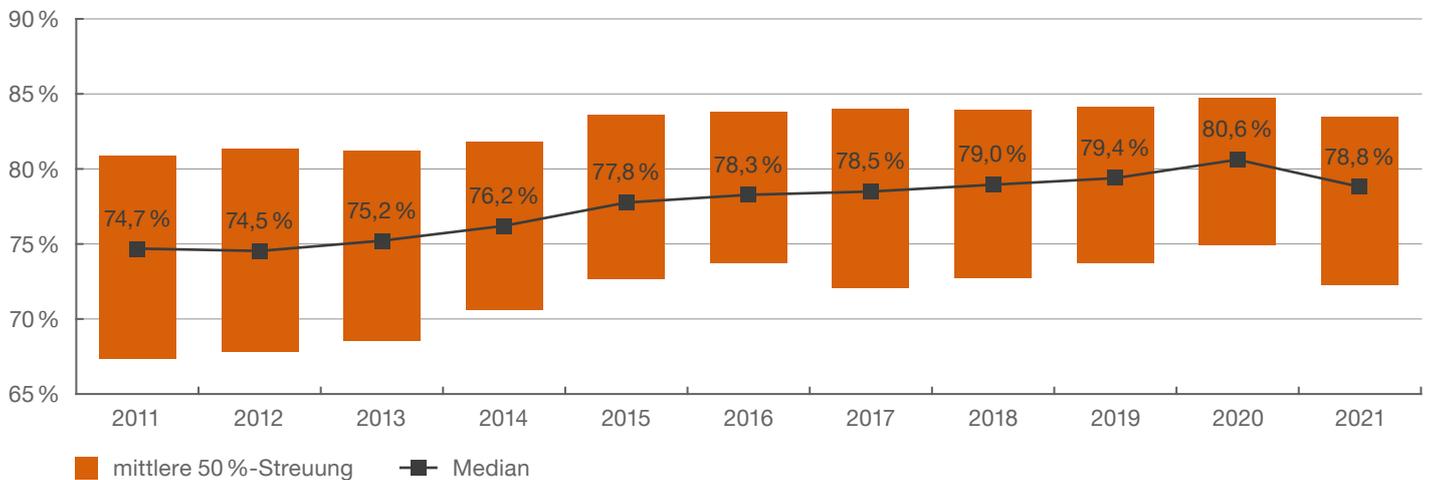
≥4,5 %

3.1 Anlagenquote

Die Geschäftsaktivitäten von EVU sind in mehreren Bereichen sehr anlagenintensiv. So erfolgen etwa Investitionen in verschiedene Netze, Energieerzeugung usw. Folglich sind vielfach hohe Volumina für lange Laufzeiten investiert, was finanzwirtschaftlich zu entsprechenden Bedarfen und langen Kapitalbindungsdauern führt. Ferner führt diese hohe Anlagenintensität dazu, dass die Unternehmen lange an einmal getroffene Investitionsentscheidungen gebunden sind. Aus diesen Gründen betrachtet die Studie die

entsprechenden Bilanzpositionen etwas näher. Da als Grundlage der Analyse die Jahresabschlusszahlen dienen, liegt der Fokus insbesondere auf der Anlagenquote, die weitere Erkenntnisse über das Investitionsverhalten der EVU und dessen Auswirkungen auf die Kapitalstruktur zulässt. Die Kennziffer der Anlagenquote ist definiert als der prozentuale Anteil des bilanzierten Anlagevermögens am Gesamtkapital. Nicht erfasst werden bei dieser Betrachtung Sonderfälle, in denen Teile des Anlagevermögens jenseits der Bilanz eines EVU in weiteren Gesellschaften nicht konsolidiert dargestellt werden.

Abb. 8 Anlagenquote im Zeitverlauf von 2011 bis 2021



In der Branche der EVU fällt der Anteil des Anlagevermögens an den Bilanzsummen erwartungsgemäß hoch aus. Nach einem stetigen Anstieg von 74,5 % im Jahr 2012 auf 80,6 % im Jahr 2020 ist die Anlagenquote 2021 – erstmals wieder – leicht auf 78,8 % gesunken. Die mittlere 50 %-Streuung blieb mit 11,2 % im Jahr 2021 konstant, was auf eine gleichbleibende Variabilität in der Anlagenquote der EVU hindeutet.

Die Entwicklung der Anlagenquote samt Rückgang sollte im Zusammenhang mit der Entwicklung des freien Cashflows (FCF) betrachtet werden. Dieser bewegt sich im Jahr 2021 ähnlich wie im Jahr 2020 sichtbar im negativen Bereich. Geht man eine Cashflowunterdeckung ein, resultiert daraus entsprechend eine leicht verringerte Anlagenquote.

3.2 Investitionsquote

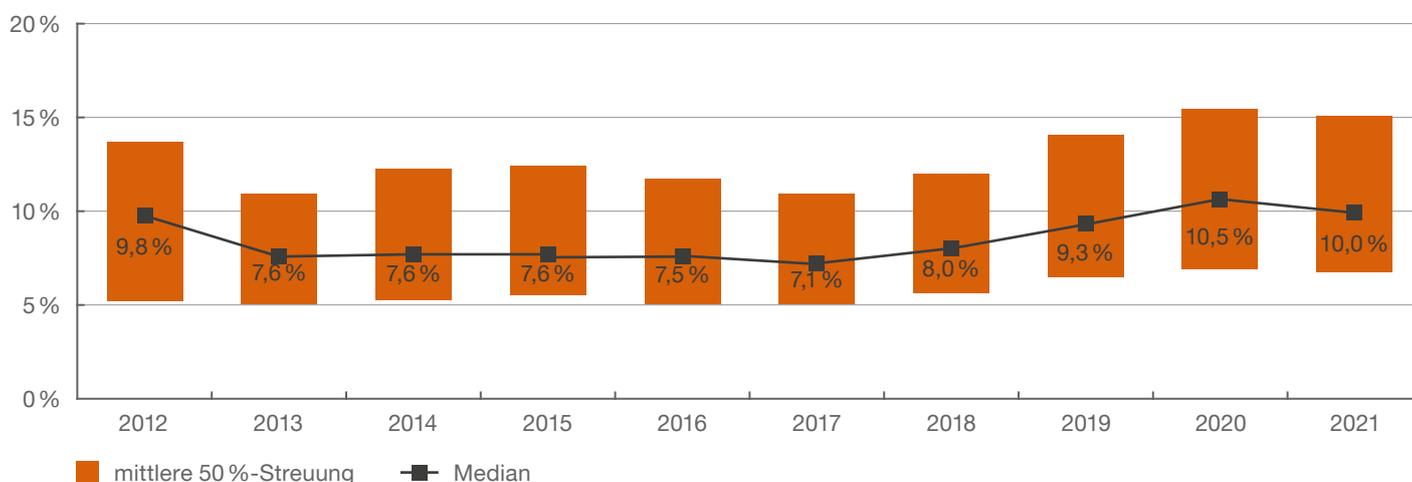
Die Investitionsquote stellt das prozentuale Verhältnis der in einem Jahr getätigten Bruttoinvestitionen zum Umsatz dar. Sie ist eine treffende Messgröße für die Investitionsaktivität von Unternehmen und wird daher hier für die Branche der EVU dargestellt. Üblicherweise besteht eine gleichmäßige Beziehung zwischen dem Anlagenwachstum und der Investitionsquote.

Die – insbesondere seit 2017 – steigende Investitionsquote verdeutlicht, dass die EVU ihre Investitionstätigkeit intensiviert haben. Zwischen 2013 und 2018 waren hier lediglich Werte zwischen 7,0 % und 8,0 % zu verzeichnen. Mit einem Medianwert von 10,5 % im Jahr 2020 und 10,0 % im Jahr 2021 besitzt diese

Kennzahl die höchsten Ausprägungen im gesamten Betrachtungszeitraum. Es ist jedoch bemerkenswert, dass die Investitionsquote im Jahr 2021 leicht gesunken ist, während (siehe unten) das Anlagenwachstum weiterhin gestiegen ist.

Wie bereits angemerkt sind über die Investitionen hinaus auch deren Finanzierung und Wirkungen auf die finanzielle Tragfähigkeit der Unternehmen und der Branche der EVU insgesamt von Interesse und werden in dieser Studie auch fokussiert.

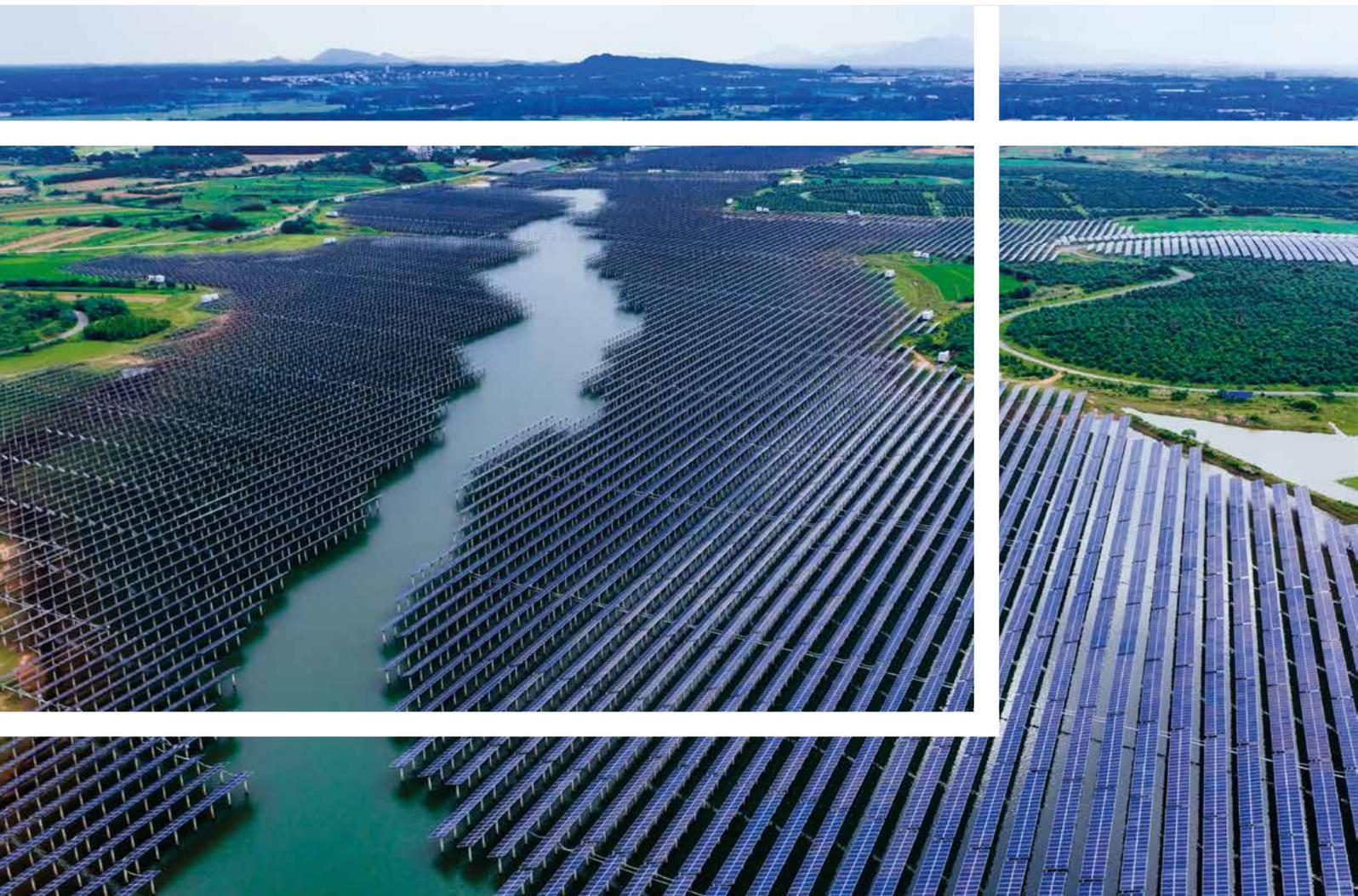
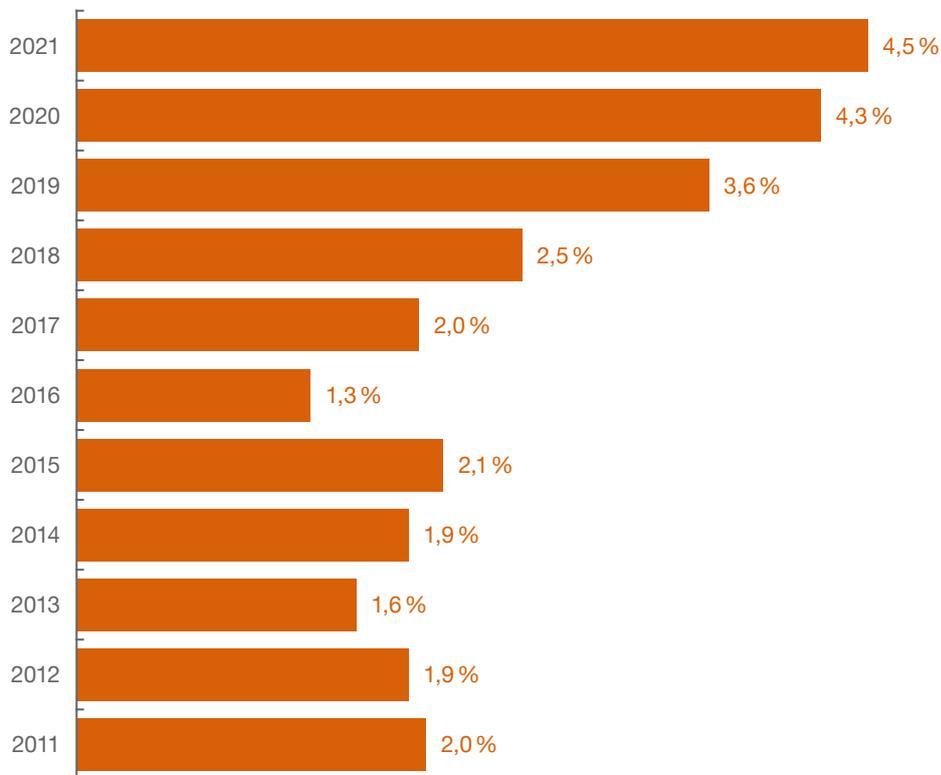
Abb. 9 Investitionsquote im Zeitverlauf von 2012 bis 2021



3.3 Anlagenwachstum

Das Anlagenwachstum – definiert als jährliche prozentuale Veränderung des Anlagevermögens – hat sich in der Branche der EVU seit 2016 fortlaufend beschleunigt. Im Jahr 2021 betrug das Anlagenwachstum 4,5 %, womit der höchste Wert im gesamten betrachteten Zeitraum erreicht wurde. Dieses Wachstum korrespondiert mit dem zuvor betrachteten Anstieg der Investitionsquote.

Abb. 10 Anlagenwachstum pro Jahr im Zeitverlauf von 2011 bis 2021

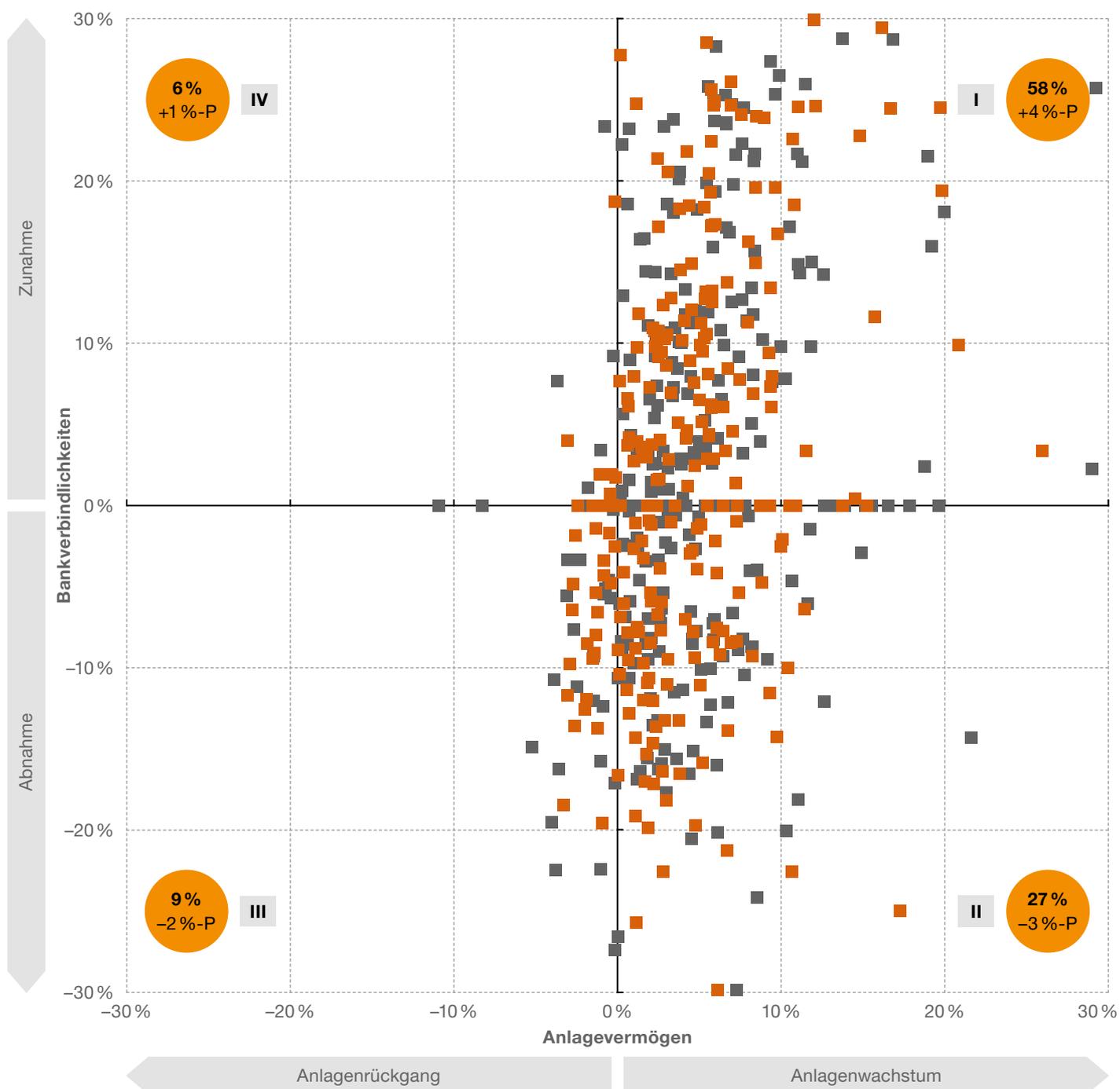


3.4 Anlagenfinanzierung

Die Analyse der Finanzierung der aufgezeigten Investitionen vermittelt wichtige Einblicke in die Finanztragfähigkeit der EVU. Dies gilt erst recht, wenn auch die Rentabilitäten der Unternehmen betrachtet werden.

Einen in diesem Zusammenhang interessanten Einblick liefert die im Folgenden abgebildete Gegenüberstellung der Wachstumsraten des Anlagevermögens und der Bankverbindlichkeitsquote der EVU für die Jahre 2020 und 2021:

Abb. 11 Entwicklung des Anlagevermögens und der Bankverbindlichkeitsquote in den Jahren 2020 und 2021



%-P=Prozentpunkte

■ Benchmark EVUs 2020 ■ Benchmark EVUs 2021

Unternehmen mit wachsendem Anlagevermögen sind in den rechten Quadranten I und II zu finden, während Unternehmen mit sinkenden Anlagenwerten sich in den linken Quadranten III und IV wiederfinden. Unternehmen mit sinkender Fremdfinanzierungsquote sind in den unteren Quadranten II und III abgebildet, während Unternehmen mit steigender Fremdfinanzierungsquote in den oberen Quadranten I und IV dargestellt sind.

Gegenüber dem Vorjahr ist der Anteil der Unternehmen mit gewachsenem Anlagevermögen und steigender Bankverbindlichkeitsquote (Quadrant I) um vier Prozentpunkte auf 58 % gestiegen. Dies zeigt erstens eine hohe und zweitens eine steigende – mindestens – anteilige Kreditfinanzierung von Investitionen an.

Dagegen weisen 27 % der Unternehmen (Quadrant II) trotz Zunahme des Anlagevermögens eine gleichzeitige Abnahme der Bankverbindlichkeiten auf. Dieses Muster deutet darauf hin, dass diese Unternehmen ihre Investitionen zunehmend aus intern generierten Mitteln finanzieren und ihre finanzielle Unabhängigkeit stärken.

Der Quadrant III umfasst 9 % der Unternehmen, die sowohl ein abnehmendes Anlagevermögen als auch eine sinkende Bankverbindlichkeitsquote aufweisen. Schließlich gibt es eine kleine Gruppe von Unternehmen (6 %, Quadrant IV), deren Anlagevermögen abnimmt, während die Bankverbindlichkeiten dennoch steigen. Diese Konstellation ist für die Finanzierungsstabilität grundsätzlich die ungünstigste aus den vier Quadranten.

Die Art und Weise, wie ein Unternehmen seine Anlageinvestitionen finanziert, hat – zusammen mit der jeweils erzielten Rentabilität – weitreichende Auswirkungen auf seine langfristige Finanzstabilität. An den extern betrachteten Jahresabschlusszahlen lassen sich die Rentabilitäten einzelner Investitionen innerhalb der Unternehmen nicht im Detail erkennen. Jedoch sind auch aus dieser Beobachtungsperspektive allgemeine Aussagen über den betreffenden Zusammenhang möglich. Im Idealfall sollten die Erträge aus getätigten Investitionen ausreichen, um die für deren Umsetzung eingegangenen Verbindlichkeiten solide zurückzuführen. Gerade in einer Branche mit hohem Anlagevermögen wie derjenigen der EVU ist es entscheidend, das Spannungsverhältnis zwischen Investitionen und deren finanzieller Tragfähigkeit sorgfältig zu balancieren. Das finanzwirtschaftliche Messkriterium für jede einzelne Investition – oder immerhin für den Durchschnitt aller Investitionen – ist deren Fähigkeit, Erträge zu generieren, die die mit der Investition eingegangenen Finanzverbindlichkeiten adäquat bedienen. Während dies für den Teil der Eigenkapitalfinanzierung die Renditeerfordernisse der Gesellschafter betrifft, ist für den Teil der Fremdkapitalfinanzierung die Schulden-tragfähigkeit angesprochen. In dieser Summe erfordert die hier notwendige Koordination ein angemessenes und nachhaltiges Gesamtfinanzierungskonzept.

4 Bilanzpassiva – Kapitalstruktur

4.1 Eigenkapitalquote

Die Eigenkapitalquote stellt in der Finanzanalyse von Unternehmen eine sehr grundlegende Kennzahl dar. Sie beschreibt den prozentualen Anteil des Eigenkapitals an der gesamten Bilanzsumme eines Unternehmens. Die Eigenkapitalquote kann auf verschiedene Weise modifiziert werden, um spezifischen Anforderungen der jeweiligen Finanzanalyse zu entsprechen. Im Falle von EVU umfasst die „wirtschaftliche Eigenkapitalquote“ zusätzlich Finanzierungselemente, die dem Eigenkapital ähnlich sind, wie beispielsweise Sonderposten aus Investitions- oder Ertragszuschüssen. Für eine Einbeziehung in das wirtschaftliche Eigenkapital kommen grundsätzlich über die Branche der EVU hinaus gebräuchliche sogenannte mezzanine Finanzierungsinstrumente wie etwa Gesellschafterdarlehen in Betracht. Die „bilanzielle Eigenkapitalquote“ hingegen bezieht sich ausschließlich auf das Eigenkapital, das in der Bilanz als solches ausgewiesen wird.

Die Eigenkapitalquote wird in Finanzanalysen als wichtiger Indikator für die eigenständige finanzielle Stabilität eines Unternehmens gewertet. Ein hoher Eigenkapitalanteil bedeutet eine geringere Abhängigkeit von Fremdfinanzierungen sowie eine höhere Widerstandsfähigkeit, um wirtschaftliche Risiken besser abzufedern.³ Des Weiteren kann die

³ Die Bemessung der Eigenkapitalfinanzierung spielt auch im Rahmen traditioneller Finanzierungsregeln wie der „goldenen Finanzierungsregel“ eine Rolle. Betreffende Ansätze werden hier jedoch nicht betrachtet.

Abb. 12 Wirtschaftliche Eigenmittelquote im Zeitverlauf von 2011 bis 2021



Eigenkapitalquote als Indikator für die Finanzierungsbereitschaft der Gesellschafter eines Unternehmens gewertet werden. In der Fachliteratur gibt es umfangreiche Diskussionen über die optimale Eigenkapital- und korrespondierende Fremdkapitalfinanzierung. Überdies kommt der Eigenkapitalfinanzierung in Rating-systemen eine prominente – wenn auch nicht zwingend dominierende – Bedeutung zu. In vielen Kreditverträgen wird die Eigenkapitalquote schließlich als Nebenbedingung der Finanzierung (Financial Covenant) in Form von Mindestwerten festgelegt, die der Kreditnehmer einzuhalten hat.

Unter den verschiedensten Investitionsanlässen in der Branche der EVU kommt den Versorgungsnetzen eine besondere Bedeutung zu.⁴ Hohe Fremdfinanzierungsquoten führen hier mitunter zu niedrigeren Eigenkapitalquoten. Es ist darüber hinaus nicht unüblich, dass auch die Refinanzierung anteiliger Eigenkapitalinvestitionen

durch Fremdkapital erfolgt – insbesondere um die Finanzierungsstruktur unter Regulierungsaspekten zu optimieren. Mit Blick auf die Langfristigkeit und – traditionell – die Stabilität verschiedener Infrastrukturinvestitionen der EVU-Branche kommt der Fremdkapitalfinanzierung – zulasten der Eigenkapitalquote – oftmals eine beachtliche Bedeutung zu.

Die Analyse der dieser Studie zugrunde liegenden Jahresabschlussdaten der EVU zeigt, dass der Median der wirtschaftlichen Eigenkapitalquote von 40,7 % im Jahr 2013 auf 43,3 % im Jahr 2020 gestiegen ist. Im Jahr 2021 verzeichnete die Kennzahl jedoch einen deutlichen Rückgang auf 40,8 %, was beinahe dem niedrigsten Wert des gesamten Betrachtungszeitraums

entspricht. Zusätzlich spiegelt sich diese Tendenz in den Quartilen wider. Sowohl das untere Quartil als auch das obere Quartil zeigen ähnliche Muster – einen allmählichen Anstieg über die Jahre hinweg und einen Rückgang im Jahr 2021. Mit Blick auf das Jahr 2021 lässt sich durchgängig eine Belastung der Eigenkapitalquote der EVU feststellen.

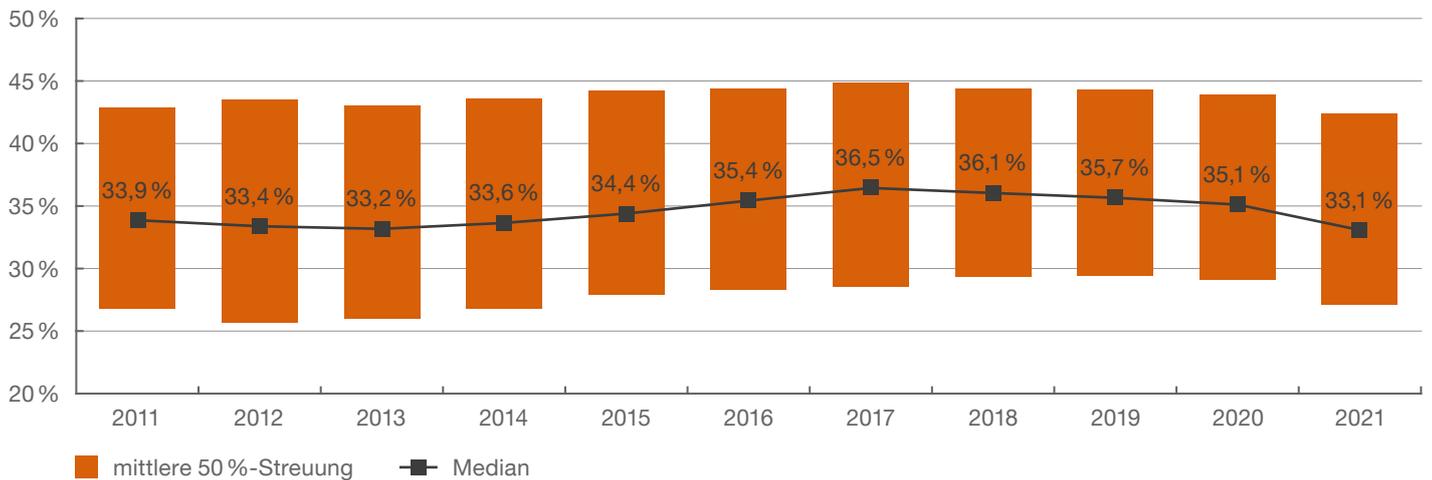
Bei der Beurteilung der Eigenkapitalfinanzierung von EVU ist es notwendig, die substanziellen Netzfinanzierungen zu berücksichtigen und eine entsprechende Differenzierung vorzunehmen. Abhängig von der Art des Stadtwerks und den damit verbundenen Netzbesitzverhältnissen ergeben sich unterschiedliche Einschätzungen der Unbedenklichkeit der Eigenkapitalquote:

Art des Stadtwerks	Tendenziell zufriedenstellende EBIT-Marge
EVU ohne eigene Netze	30–35 % (und mehr)
EVU mit eigenen Netzen	25–30 % (und mehr)

⁴ In Betracht kommen hier etwa Stromnetze, Gasnetze, Wasserkanalnetze oder Datennetze. Deren mögliche Regulierung ist jeweils im Detail zu beachten und hat vielfach Auswirkungen auf deren Finanzierung.



Abb. 13 Bilanzielle Eigenkapitalquote im Zeitverlauf von 2011 bis 2021



Nach einem Höchststand von 36,5 % im Jahr 2017 fiel die bilanzielle Eigenkapitalquote 2018 leicht auf 36,1 %, bevor sie bis 2020 kontinuierlich auf 35,1 % sank. Im Jahr 2021 setzte sich dieser Abwärtstrend fort; der Median fiel weiter auf 33,1 %. Dieser Wert stellt den niedrigsten Stand innerhalb des gesamten Betrachtungszeitraums dar. Angesichts der grundsätzlichen Bedeutung der Eigenkapitalquote für die finanzielle Stabilität von Unternehmen allgemein – und hier der EVU – erscheint diese Entwicklung von besonderem Interesse und sollte in den kommenden Jahren sorgfältig beobachtet werden.

Trotz des allgemeinen Rückgangs der Eigenkapitalquote seit 2017 bleiben die Unternehmen gut kapitalisiert. Dennoch deutet der hier aufgezeigte Abwärtstrend auf eine zunehmende Abhängigkeit von Fremdfinanzierung hin, was sich in den nachfolgenden Analysen anhand der steigenden Verbindlichkeitenquote und des Anstiegs des dynamischen Verschuldungsgrads noch bestätigen

wird. Die Tendenz zur Fremdfinanzierung kann auch durch das niedrige Zinsniveau, das bis Ende 2021 oder Anfang 2022 bestanden hat, begünstigt worden sein. Sie birgt jedoch grundsätzlich die mit einer höheren finanziellen Hebelwirkung einhergehenden Risiken sowie das Risiko der Belastung der Schulden-tragfähigkeit.

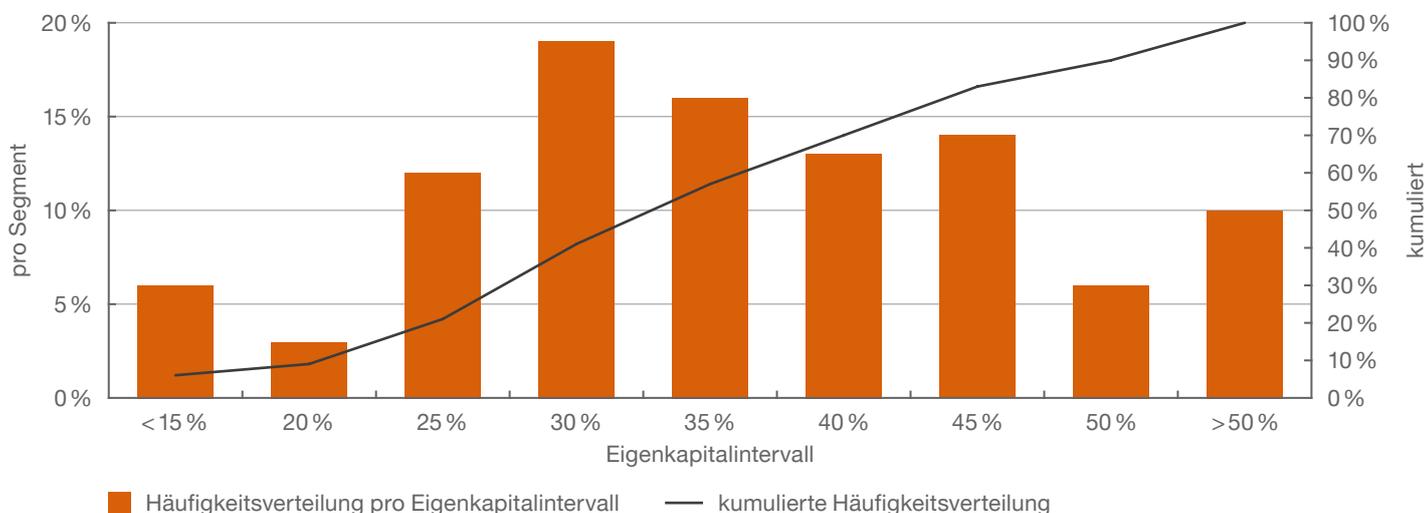
Art des Stadtwerks

EVU ohne eigene Netze
EVU mit eigenen Netzen

Tendenziell zufriedenstellende EBIT-Marge

25–30 % (und mehr)
20–25 % (und mehr)

Abb. 14 Häufigkeitsverteilung der Eigenkapitalquote im Jahr 2021



Die Eigenkapitalquote der Unternehmen konzentriert sich im Jahr 2021 auf den Bereich zwischen 30 % und 45 %. Ein beachtlicher Anteil von circa 37 % der EVU arbeitet mit einer Eigenkapitalquote von weniger als 30 %. Auf der anderen Seite des Spektrums finden sich 10 % der Unternehmen, die eine Eigenkapitalquote von mehr als 50 % aufweisen. Insgesamt ist die Verteilung der Eigenkapitalquoten im Jahr 2021 – wie in den Vorjahren auch – relativ breit, was auf die Vielfalt der finanziellen Situationen und betreffenden Strategien der EVU hindeutet.

Obwohl die Eigenkapitalfinanzierung der EVU insgesamt – trotz Rückgangs – tragfähig erscheint, soll sie hier näher betrachtet werden. Erstens ist festzustellen, dass circa 15 % der EVU mit Eigenkapitalquoten von höchstens 20 % (immerhin circa ein Sechstel der Unternehmen) höhere Risiken aufweisen, auf unvorhergesehene wirtschaftliche Herausforderungen finanziell nicht angemessen vorbereitet zu sein. Eine Stärkung der Eigenkapitalbasis durch verbesserte Wirtschaftlichkeit und anteiligen Gewinneinbehalt über mehrere Perioden könnte hier Abhilfe schaffen. Zweitens ist festzustellen, dass die Eigenkapitalquote für

die finanzielle Tragfähigkeit von Unternehmen gegenüber anderen Kennzahlen – wie insbesondere dem dynamischen Verschuldungsgrad – nur eine nachgeordnete Rolle spielt. Eine tragfähige Eigenkapitalquote ist entsprechend nicht gleichbedeutend mit einer tragfähigen Finanzierungsstruktur.

4.2 Ausschüttungsquote

Die Ausschüttungsquote ist eine finanzielle Kennzahl, die – dynamisch – mit der Kapitalstruktur eines Unternehmens korrespondiert. Berechnet wird die Ausschüttungsquote als prozentualer Anteil der an die Gesellschafter verteilten Gewinne in Relation zum gesamten erwirtschafteten Gewinn eines Unternehmens während eines bestimmten Zeitraums.

Die Ausschüttungsquote spielt eine wichtige Rolle bei der Analyse der Eigenfinanzierungsfähigkeit eines Unternehmens. Insbesondere in der Branche der EVU ist die Innenfinanzierungskraft sehr vom Ausschüttungsverhalten der betreffenden Unternehmen abhängig.

Die betreffenden Ausschüttungsanteile sind hier im Wesentlichen durch die entsprechenden Anforderungen der Mehrheitsgesellschafter bedingt. In der EVU-Branche liegt der Ausschüttungsanteil im Median zwischen 90 % und nahezu 100 %. Entsprechend geringer fällt somit die faktische Eigenfinanzierung der Unternehmen aus.

Vielfach kommt es zudem vor, dass die kommunalen Gesellschafter verschiedene Aufgaben der kommunalen Daseinsvorsorge in ihre EVU auslagern. Dies betrifft insbesondere die im Durchschnitt weniger profitablen Geschäftsbereiche der Bäder und des öffentlichen Personennahverkehrs (ÖPNV). Die Erbringung entsprechender Leistungen in den EVU selbst geht in aller Regel mit ertragsbelastenden „Vorweggewinnverwendungen“ einher, da der Gewinn an sich bereits im EVU selbst gemindert wird. Die Zahlenbasis dieser Studie differenziert in der Stichprobenbetrachtung nicht zwischen EVU, die umfangreiche Aufgaben der kommunalen Daseinsvorsorge erfüllen, und solchen, die dies nicht tun. Es wird diesbezüglich schlicht das Durchschnitts-EVU unterstellt.

Abb. 15 Ausschüttungsquote im Zeitverlauf von 2013 bis 2021

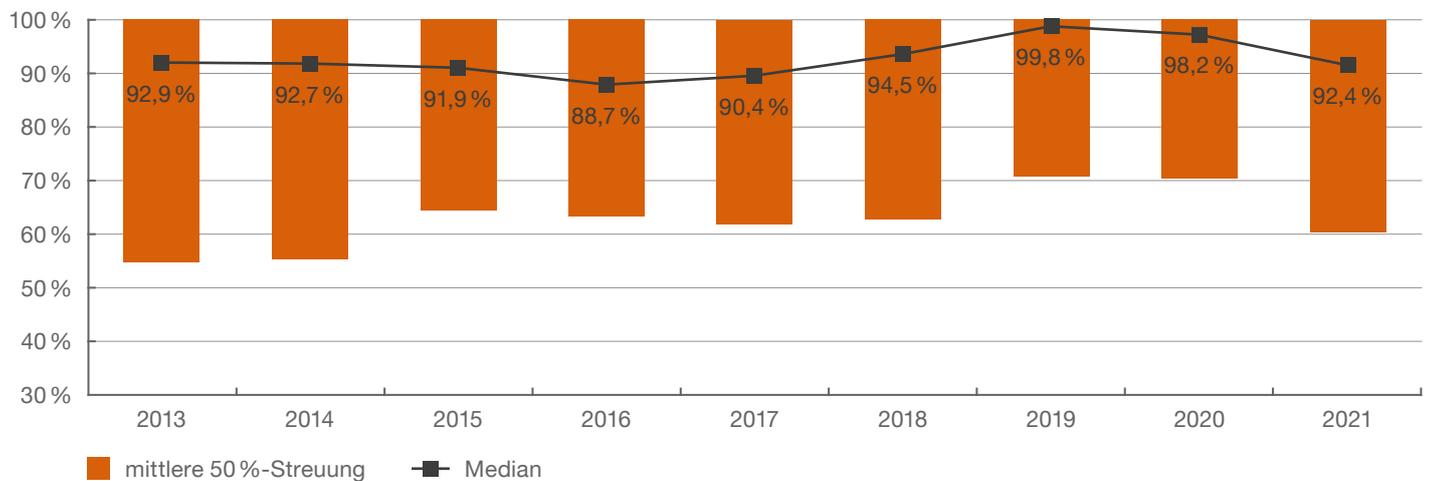
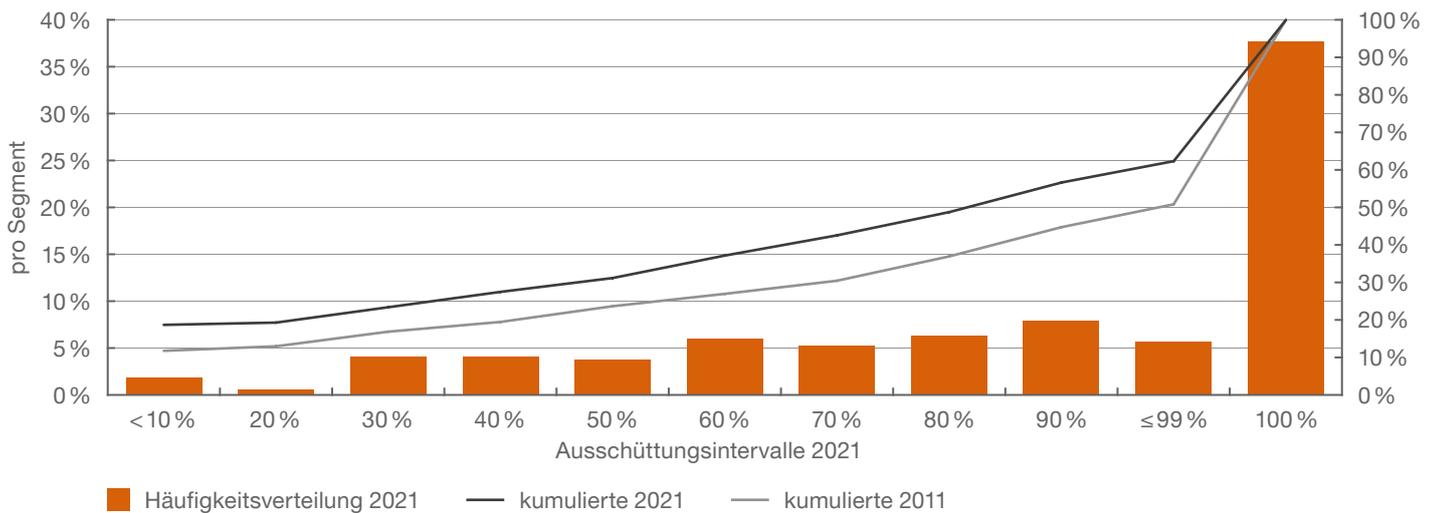


Abb. 16 Häufigkeitsverteilung der Ausschüttungsquote im Jahr 2021 im Vergleich zum Jahr 2011 in kumulierten Werten



In der in dieser Studie betrachteten Datenbasis ist bei den Ausschüttungsquoten ab dem Jahr 2016 ein kontinuierlicher Anstieg erkennbar. Einen deutlichen Sprung auf im Median 99,8 % sehen wir 2019. Es folgt ein leichter Rückgang in den Jahren 2020 und 2021; im Jahr 2021 liegt der Medianwert dann bei 92,4 %.

Die Häufigkeitsverteilung der Ausschüttungsquote für das Jahr 2021 zeigt eine bemerkenswerte Streuung. Während 17 % der Unternehmen keine Ausschüttungen vornehmen, verzeichnen 38 % eine Ausschüttungsquote von 100 %. Wie bereits herausgestellt, verdeutlichen die anhaltend hohen Ausschüttungsquoten, dass viele EVU – oder vielmehr ihre Gesellschafter – eine großzügige Dividendenpolitik präferieren. Dies

könnte grundsätzlich ein Zeichen für die finanzielle Stärke der betreffenden Unternehmen sein. Jedoch könnten die hohen Ausschüttungsanteile auch die langfristige Investitions- und Wachstumsfähigkeit der Unternehmen einschränken. Eine Bewertung, inwiefern sich die EVU hohe Ausschüttungsquoten grundsätzlich und im Einzelfall leisten können, wäre erst möglich, wenn man weitere Kennzahlenanalysen und die zukünftigen Vorhaben der Unternehmen mit einbezüge.

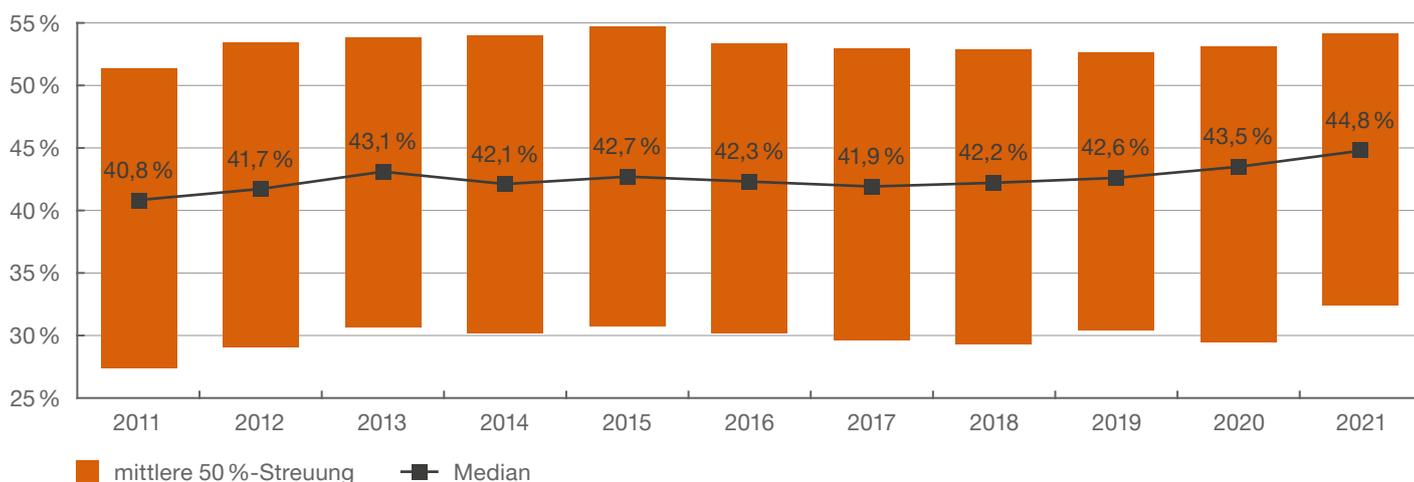
4.3 Finanzverbindlichkeitsquote

Die Finanzverbindlichkeitsquote ist eine Kennzahl, die das prozentuale Verhältnis der Bruttofinanzverschuldung zur Gesamtkapitalisierung eines Unternehmens darstellt. Sie konzentriert sich auf die finanzierungsrelevanten – oder anders ausgedrückt die zinstragenden – Verbindlichkeiten und beinhaltet keine Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, keine sonstigen Verbindlichkeiten oder sonstigen Rückstellungen.⁵ Die Finanzverbindlichkeitsquote korrespondiert mit der wirtschaftlichen und bilanziellen Eigenmittelquote.

Deren Summe ergibt aufgrund der Berücksichtigung weiterer Positionen der Passivseite jedoch nicht 100 %.

Als Kapitalstrukturkennzahl ist die Finanzverbindlichkeitsquote ein wichtiger, aber statischer Indikator für die finanzielle Stabilität eines Unternehmens. Sie gibt Aufschluss darüber, in welchem Umfang das Unternehmen durch Fremdkapital finanziert ist, und ist somit eine entscheidende Größe bei der Beurteilung des finanziellen Risikos eines Unternehmens. In der Regel kann eine höhere Finanzverbindlichkeitsquote mit einem höheren finanziellen Risiko einhergehen.

Abb. 17 Finanzverbindlichkeitsquote im Zeitverlauf von 2011 bis 2021



⁵ In einigen Fällen kommt es jedoch vor, dass sich etwa in den sonstigen Verbindlichkeiten Positionen befinden, die ihrem Wesen nach den Finanzverbindlichkeiten zuzurechnen sind. Dies betrifft etwa Nachranginstrumente. In solchen Fällen sollte eine Umgliederung erfolgen und die Positionen anders zugeordnet werden.

Von 2017 bis 2021 ist eine leichte Steigerung der Finanzverbindlichkeitsquote zu verzeichnen. 2017 lag der Medianwert bei 41,9 %; 2021 wurde mit 44,8 % der höchste Wert des gesamten Betrachtungszeitraums seit 2011 gemessen. Trotz dieses Anstiegs bleibt die 50 %-Streuung weitgehend konstant – mit einem leichten Rückgang von etwa 2 Prozentpunkten –, was eine leicht verringerte Streuung der Finanzverbindlichkeitsquote zwischen den Unternehmen bedeutet.

Die Tatsache, dass der Median der Finanzverbindlichkeitsquote den höchsten jemals gemessenen Wert in dem betrachteten Zeitraum erreicht hat, könnte auf eine zunehmende Abhängigkeit der Unternehmen von Fremdfinanzierung hindeuten. Einerseits besteht die Möglichkeit, dass die bis Ende 2021 oder Anfang 2022 anhaltend niedrigen Zinsen eine Rolle bei dieser Entwicklung gespielt haben, indem sie die Aufnahme von Fremdkapital attraktiver machten. Andererseits hätten die Unternehmen aufgrund der sehr niedrigen Zinsen grundsätzlich auch dynamischer ihre Schulden tilgen können.

Obwohl die Finanzverbindlichkeitsquote immer noch im als unbedenklich gewerteten Bereich unterhalb der Grenze von 50 bis 60 % bleibt, deutet diese Entwicklung möglicherweise auf eine Zunahme des finanziellen Risikos hin. Es ist daher sinnvoll, diese Entwicklung weiterhin sorgfältig zu beobachten und zu analysieren.

Tendenziell unbedenkliche Finanzverbindlichkeitsquote

EVU	≤ 50–60 %
-----	-----------

5 Liquidität und Cashflow – Schuldendeckungsfähigkeit

5.1 Auswahl der Kennzahlen

In der Finanzanalyse gibt es verschiedene Methoden, um die Liquidität eines Unternehmens zu beurteilen. Herkömmliche Methoden, die die Liquidität statisch aus der Abdeckung des Umlaufvermögens oder aber mittelbar aus einer fristenkongruenten Finanzierung des Anlagevermögens ableiten, kommen nach wie vor zur Anwendung. Jedoch erweisen sich diese traditionellen Ansätze als allein oftmals zu wenig aussagekräftig.

Diese Studie betrachtet daher insbesondere integrierte Liquiditätskennzahlen, die indirekt abgeleitet werden und insbesondere auf Cashflowmethoden basieren. Sie eignen sich hervorragend, um gleichzeitig Auskunft über die Finanzlage und die Ertragskraft eines Unternehmens zu geben. Generell hat sich gezeigt, dass die Betrachtung des dynamischen Verhältnisses zwischen Bilanzgrößen als Bestandsgrößen und Stromgrößen aussagekräftiger ist als die Untersuchung statischer Bilanzpositionen, sodass sie sich unter Finanzanalysten weitgehend etabliert hat.

Die Verwendung von Cashflows als Kenngrößen ist besonders hilfreich für die Beurteilung der Schulden-tragfähigkeit eines Unternehmens. Hierbei wird geprüft, ob ein

Unternehmen in der Lage ist, seine Verbindlichkeiten einschließlich Zinsen und Tilgung zu bedienen. Diese Bewertungen sollten idealerweise über mehrere Zeiträume hinweg vorgenommen werden. Entsprechende Berechnungen finden sich auch in den folgenden Analysen dieser Studie.

Die Schuldendeckungsfähigkeit wird üblicherweise gemessen, indem man die generierte Liquidität – in Form von Cashflowvarianten oder Werten des EBITDA oder EBIT – in Relation zur gesamten Finanzverschuldung, den Zinsaufwendungen oder direkt dem Kapitaldienst setzt. Auf diese Weise wird indirekt analysiert, ob die von einem Unternehmen aufgenommenen Kredite oder generell aufgenommenen Schulden durch die daraus resultierenden Erträge oder Cashflows gedeckt werden können. Wie bereits erwähnt, konzentrieren sich die hier relevanten Kennzahlen auf die Beziehung zwischen der Finanz- und Gewinnlage von Unternehmen. Es ergibt sich aus den dargelegten Sachverhalten, dass Faktoren wie schwächere Ergebnisse, hohe Ausschüttungen und hohe Investitionen im Allgemeinen eine Belastung für die hier betrachteten Liquiditätsrelationen darstellen. Spezifische Kennzahlen, die auch bei der Entwicklung cashflowbasierter Ratingansätze verwendet werden, eignen sich besonders gut für den Vergleich der Liquiditätssituation von Unternehmen. Hierzu gehören der EBITDA-Zinsdeckungsgrad und der dynamische Verschuldungsgrad, der die Schulden in Relation zum EBITDA setzt.

Im Rahmen der Analyse von „Liquidität und Cashflows“ kommen in dieser Studie die folgenden Kennzahlen zum Einsatz:

Cashflowanalyse

1. der einfache Cashflow als Messgröße für die operative Liquidität (5.2)
2. der Residual Cash Flow als Messgröße für die Liquidität nach Ausschüttungen (5.3)
3. der freie Cashflow als Messgröße für die Liquidität nach Ausschüttungen und Investitionen – aber vor Veränderungen im Finanzierungscashflow (5.4)

EBITDA-Analyse

1. der EBITDA-Zinsdeckungsgrad als Maßstab für die Fähigkeit, die Zinsverpflichtungen gegenüber den Kreditgebern zu erfüllen – und mittelbar als Maßstab für die Schuldentragfähigkeit insgesamt (5.5)
2. der dynamische Verschuldungsgrad als Verhältnis der Nettoverbindlichkeiten zum EBITDA und somit als Messgröße der Schuldentragfähigkeit (5.6)

Bei der Betrachtung der hier vorgestellten Kennzahlen wird erkennbar, dass die ersten drei auf Cashflowbasis berechnet werden. Die beiden weiteren verwenden den EBITDA-Wert:

- Im Falle der Verwendung von Cashflows ist es stets geboten, die konkrete Ableitung dieser Größe zu betrachten, denn dafür gibt es im Detail unterschiedliche Ansätze. In dieser Studie wird die verwendete Berechnung transparent herausgestellt.
- Der EBITDA-Wert ist zwar kein Cashflow, wird aber vielfach als „a loose proxy for a cash flow“ bewertet. Der EBITDA-Wert stammt zudem aus der angelsächsisch geprägten Finanzanalyse, ist aber aufgrund sowohl seiner guten Handhabbarkeit als Kenngröße der Gewinn-und-Verlust-Rechnung als auch aufgrund seiner Aussagequalität in der Finanzanalyse in Deutschland bekannt und verbreitet.

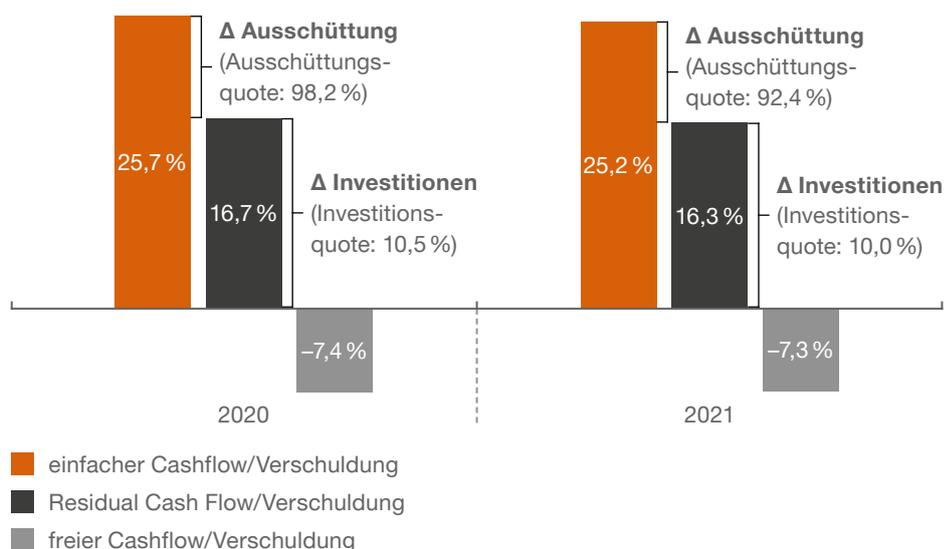
Sofern nicht ausdrücklich anders angegeben, bezieht sich diese Studie jeweils auf das Bruttofinanzierungsvolumen der betrachteten Unternehmen. Außerdem wurden alle Cashflows in dieser Studie um die zusätzlich erhobenen Aufwendungen aus der Aufzinsung von Rückstellungen bereinigt.

Die Liquiditätswerte auf Ebene der Cashflows für das Berichtsjahr 2021 sowie die Vergleichswerte des Vorjahres 2020 in der hier untersuchten Datenbasis können der nachfolgenden Übersicht entnommen werden.

Praktische Anwendung von Liquidität und Cashflow

Zwar ist die einfache Betrachtung der Kennzahlen zu Liquidität und Cashflow an sich interessant, um die entsprechende Verfassung der Branche oder auch eines einzelnen EVU zu bewerten. Um die betreffenden Kennzahlen in einzelnen Unternehmen zu analysieren und zu steuern, sind allerdings eine präzise, integrierte Liquiditätsplanung und ein angemessenes Liquiditätsmanagement erforderlich. Die Liquiditätsplanung ist Ausgangspunkt für die detaillierte Prüfung der Schuldenbedienungs-fähigkeit und für die Ableitung des Kapitalbedarfsplans. Finanzierungsvolumina, Abrufzeitpunkte, Tilgungsstrukturen und die notwendige Höhe variabel nutzbarer Liquiditätslinien werden auf der Grundlage der Liquiditätsplanung festgelegt. Es ist oft von Vorteil, die relevanten Kennzahlen nicht nur in einer einzelnen Periode, sondern über eine Zeitreihe hinweg zu betrachten. Insbesondere bietet sich die Ableitung der Kennzahlen auch für die Planungsrechnungen der Unternehmen an.

Abb. 18 Geschichtete Cashflowanalyse der Jahre 2020 und 2021 im Überblick¹

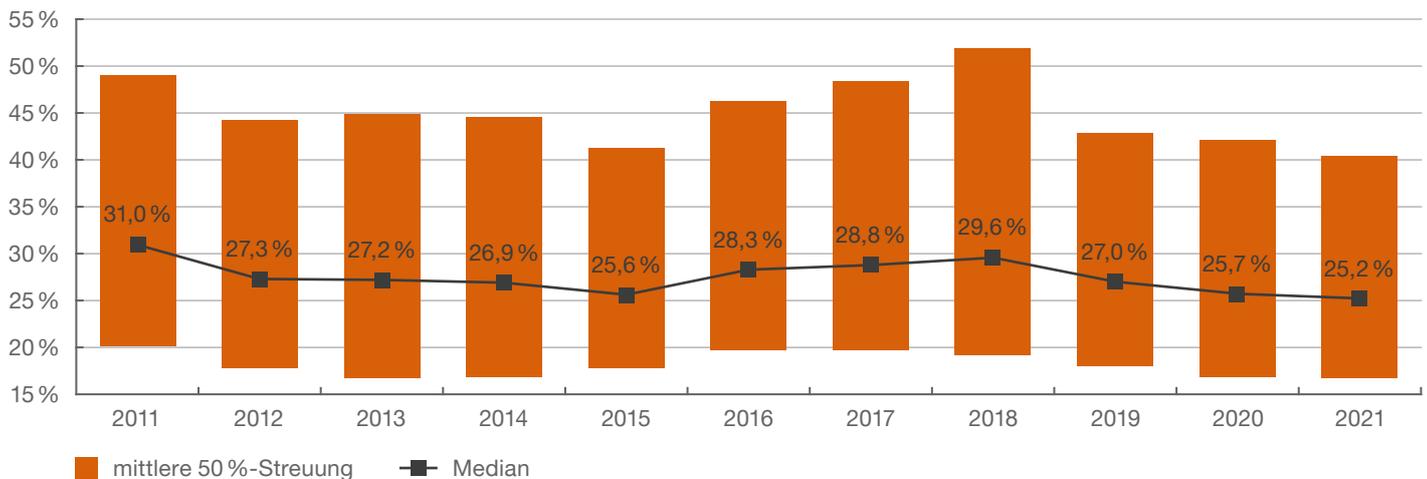


¹ Die Abbildung stellt eine deskriptive Illustration – nicht die additive Verknüpfung – der Einzelwerte dar. Die einzelnen Größen stehen jeweils in Relation zur Bruttofinanzverschuldung.



5.2 Einfacher Cashflow

Abb. 19 Einfacher Cashflow zur Verschuldung im Zeitverlauf von 2011 bis 2021



Der einfache Cashflow ist eine wichtige Kennzahl, um die finanzielle Leistungsfähigkeit und Stabilität eines Unternehmens zu beurteilen. Er zeigt die Ausgangsgröße, die einem Unternehmen zur Verfügung steht, um seinen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, Investitionen zu tätigen und Fremdfinanzierungen zu bedienen. Ein hoher einfacher Cashflow – absolut und insbesondere relativ – geht vielfach mit der finanziellen Stabilität eines Unternehmens einher.

Die in der Branche der EVU sichtbare Entwicklung des einfachen Cashflows in Relation zu den Bruttofinanzschulden weist im gesamten Beobachtungszeitraum Schwankungen zwischen 25 % und 31 % im Median auf. In den Jahren 2020 und 2021 wurden geringe Werte von 25,7 % und 25,2 % erreicht. Mit Blick darauf, dass vor dem Hintergrund der weiteren Verwendungen für

den Cashflow ungefähr mindestens 25,0 % erreicht werden sollten, sind die hier festgestellten Werte gerade noch akzeptabel. Wie schon in der geschichteten Cashflowanalyse dargestellt, reichten diese Werte zuletzt jedoch nicht aus, um den freien Cashflow mindestens bei dem Wert null zu halten – wie im Folgenden noch verdeutlicht wird.

Art des Stadtwerks

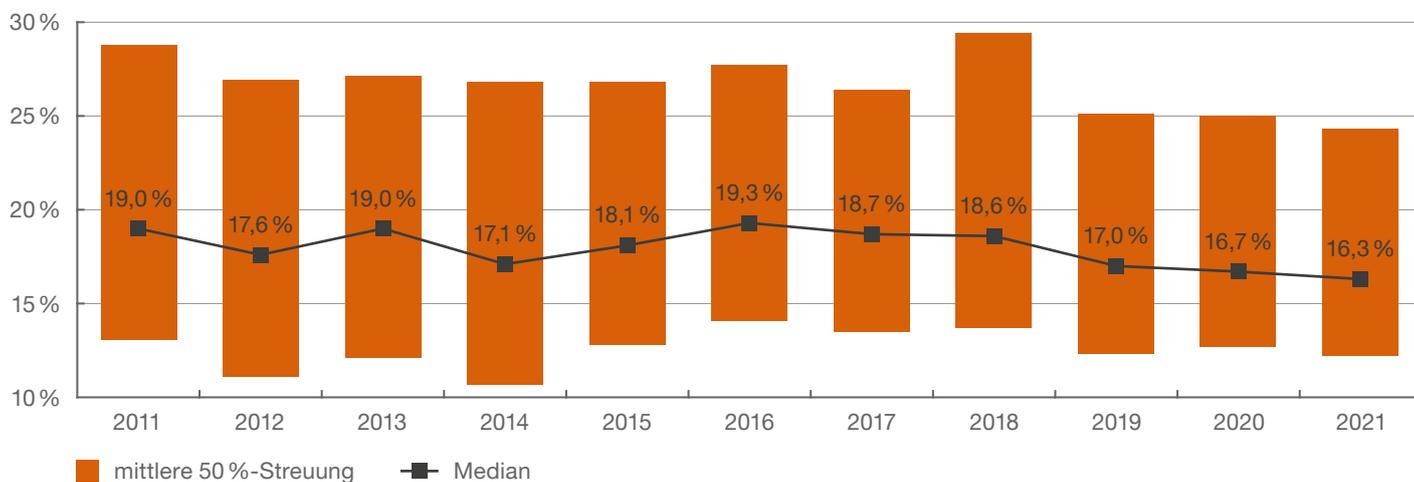
EVU mit oder ohne eigene Netze

Richtwert für eine mindestens zufriedenstellende Kreditbonität

rund 25 % (und mehr)

5.3 Residual Cash Flow

Abb. 20 Residual Cash Flow zur Verschuldung im Zeitverlauf von 2011 bis 2021



Die Berechnung des Residual Cash Flow setzt auf der des einfachen Cashflows auf. Es handelt sich hierbei um den Betrag an liquiden Mitteln aus dem operativen Geschäft, der einem Unternehmen nach Abzug aller Ausschüttungen in einem bestimmten Zeitraum – typischerweise einem Geschäftsjahr – zur Verfügung verbleibt. Das Ergebnis wird dann ins Verhältnis zur Bruttofinanzverschuldung gesetzt.

Der Residual Cash Flow ist eine wichtige Kennzahl, um die finanzielle Tragfähigkeit und die weitere Zahlungsfähigkeit eines Unternehmens nach Berücksichtigung aller Ausschüttungen beurteilen zu können. Ein hoher Residual Cash Flow zeigt an, dass das Unternehmen nach der Bedienung der Ausschüttungen noch über ausreichende finanzielle Mittel verfügt, um Investitionen zu tätigen und Kreditverpflichtungen zu erfüllen. Ein an sich und insbesondere gemessen an den nachfolgenden Bedarfen geringer Wert des Residual Cash Flow kann hingegen ein Indikator für finanzielle Engpässe sein.

Im Jahr 2021 erreichte der Residual Cash Flow im Verhältnis zur Bruttofinanzverschuldung mit einem Medianwert von 16,3 % den niedrigsten Stand seit Beginn des Beobachtungszeitraums im Jahr 2011. Darüber hinaus zeigt ein Blick auf die Jahre 2019 bis 2021 eine abnehmende Tendenz dieses Werts. Diese Entwicklung findet in derjenigen des einfachen Cashflows eine Parallele, wurde jedoch nicht durch eine hinreichende Reduzierung der Ausschüttungen aufgefangen. Die in dieser Studie schon erfolgte Analyse der Ausschüttungsquoten von 2013 bis 2021 bestätigt den Trend zu hohen Ausschüttungen. Hier erreichte der Median im Jahr 2018 mit 99,8 % seinen Höhepunkt; im Jahr 2021 war dann ein vergleichsweise geringer Wert von 92,4 % zu verzeichnen. An den Residual Cash Flows wird in der Datenbasis dieser Studie sichtbar, dass die Wahl der Ausschüttung durchgängig die Rückgänge der Werte des einfachen Cashflows zur Bruttofinanzverschuldung nicht kompensieren konnte.

Art des Stadtwerks

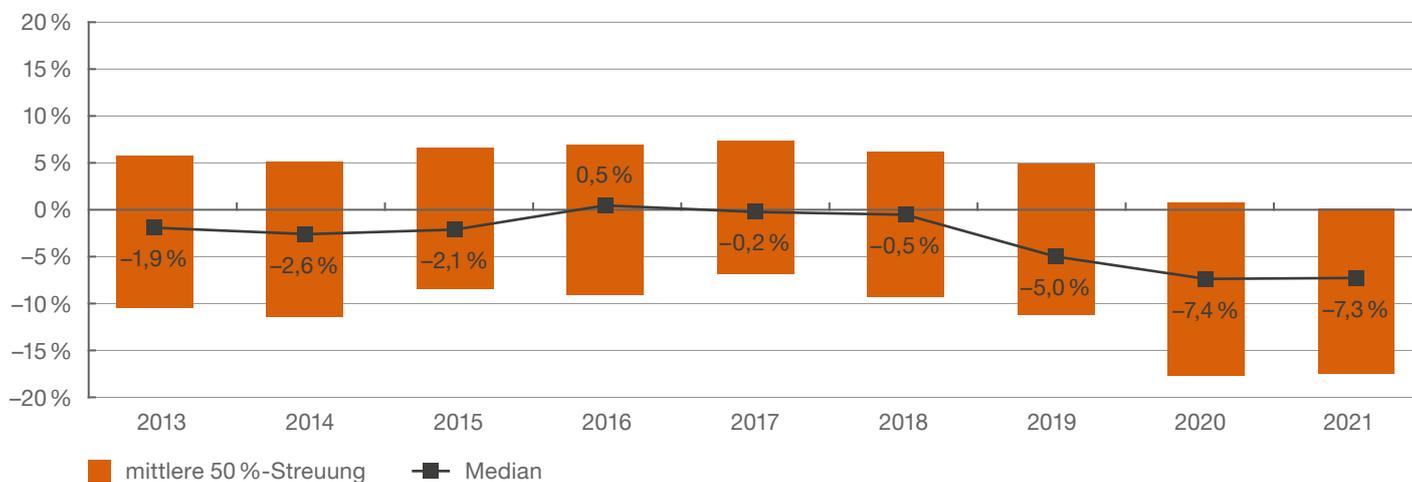
EVU mit oder ohne eigene Netze

Richtwert für eine mindestens zufriedenstellende Kreditbonität

rund 10–15 % (und mehr)

5.4 Freier Cashflow

Abb. 21 Freier Cashflow zur Verschuldung im Zeitverlauf von 2011 bis 2021



Der freie Cashflow ist eine Finanzkennzahl, die den Betrag des verfügbaren Cashflows eines Unternehmens nach Abzug von Investitionen und Ausschüttungen beziffert. Dieser Betrag stellt somit die operative Liquidität dar, die für die Bedienung von Finanzverbindlichkeiten – eben nach Ausschüttung und Investitionen – verbleibt. Sofern der freie Cashflow größer als null ist, zeigt dies, dass eine Schuldentilgung aus ihm heraus möglich ist. Sollte der Wert bei oder sogar unter null liegen, bedeutet dies, dass zugunsten der erforderlichen Tilgungen entweder die liquiden Mittel abnehmen oder aber die Tilgung aus anderen Verbindlichkeitszuwächsen heraus erfolgt – und somit per Saldo keine Tilgung ist. Wie zuvor wird die Kennzahl hier in Relation zu den Bruttofinanzverbindlichkeiten gezeigt.

Die Kennzahl „freier Cashflow“ ist ein wichtiger Indikator für die finanzielle Tragfähigkeit eines Unternehmens, da sie dessen Fähigkeit zeigt, seine Geschäftsaktivitäten fortzuführen,

Ausschüttungen zu leisten und zudem Verbindlichkeiten zu bedienen. Sollte ein Unternehmen allerdings Wachstumsinvestitionen tätigen, ist ein entsprechend negativer Wert des freien Cashflows nachvollziehbar. In solchen Fällen steigt die Bruttoverschuldung um den Anteil der Kreditfinanzierung an den Investitionen an. Wesentlich ist dabei jedoch die Feststellung, dass die Wachstumsinvestitionen in den folgenden Jahren hinreichend positive Cashflows und Ergebnisse liefern und sich somit selbst tragen sollten.

Bei der Betrachtung der Studiendaten zur Entwicklung des freien Cashflows im Verhältnis zur Bruttofinanzverschuldung wird deutlich, dass der Medianwert in den Jahren 2011 bis 2015 schwankend um etwa 2 % negativ war. Nur für 2016 konnte mit 0,5 % ein sehr leicht positiver Wert festgestellt werden. Ab 2017 haben sich dann wieder negative Werte eingestellt, die mit -7,4 % im Jahr 2020 und -7,3 % im Jahr 2021 sehr deutlich ausfielen.

Diese negative Tendenz des freien Cashflows ist nicht grundsätzlich alarmierend, insbesondere wenn sie auf strategische und aussichtsreiche Investitionen zurückzuführen ist, die eine langfristige und eigenständig tragende Rentabilität nach sich ziehen. Jedoch macht die fortlaufend negative Entwicklung dieser Kennzahl eine weitere Beobachtung und Analyse notwendig.

Die kontinuierliche negative Entwicklung des freien Cashflows könnte darauf hindeuten, dass die Unternehmen ihre Investitionen erhöht haben, was der Anstieg der Investitionsquote bestätigt. Die wachsenden Schulden, gepaart mit dem sinkenden freien Cashflow, könnten jedoch die Fähigkeit der Unternehmen belasten, ihre Schulden zu bedienen, und ihre finanzielle Stabilität gefährden. Mit Blick auf die hier zuvor schon betrachteten Ergebniskennzahlen der EVU – insbesondere in Gestalt der EBITDA-Margen – bleibt festzuhalten, dass sich die notwendigen guten Ergebnisse dort noch nicht abzeichnen.



Die differenzierte Betrachtung der Cashflowkennzahlen in Bezug zur Bruttofinanzverschuldung verschafft im zeitlichen Verlauf bedeutsame Einblicke in die finanzielle Belastbarkeit der untersuchten Unternehmen sowie die sich daraus ergebenden Finanzierungsbedarfe. Insbesondere lassen sich aus dieser Analyse sinnvolle Laufzeiten für die Finanzierung und nachhaltige Tilgungsmodelle ableiten. Bei der Untersuchung der EVU zeigt sich gelegentlich, dass schnelle Tilgungen – deutlich vor dem Ende der Abschreibungszeiträume – in Verbindung mit gleichzeitigen Ausschüttungsverpflichtungen kaum realisierbar sind. Zudem wird in einigen Fällen die unzureichende Rentabilität bestimmter Investitionen offensichtlich.

Darüber hinaus trägt die Cashflowanalyse maßgeblich zur Entwicklung einer passenden Eigenkapitalstrategie für die betroffenen Unternehmen bei. Wenn das Ziel der Unternehmen darin besteht, zukünftiges Wachstum zu generieren und gleichzeitig eine stabile Kapitalstruktur zu erhalten,

ergibt sich aus den geplanten freien Cashflows und den Auswirkungen der Liquiditätsplanung auf den Bilanzplan der notwendige Eigenkapitaleinsatz. Die häufig bilanzorientierte Diskussion über geeignete Thesaurierungsquoten wird so um die entscheidende liquiditätsorientierte Perspektive erweitert.

Grundsätzlich kann festgehalten werden, dass selbsttragende Investitionen weitgehend mithilfe von Fremdkapitalfinanzierung realisierbar sein sollten. Hierdurch sollte sich auch der Spielraum für Ausschüttungen an die Gesellschafter eröffnen. Dies gilt jedoch nicht, wenn die getätigten Investitionen eine geringere Rentabilität aufweisen – dies trifft etwa auf bestimmte Aktivitäten im Bereich der Daseinsvorsorge in der EVU-Branche zu. In solchen Fällen kann sich das Ausschüttungspotenzial der betroffenen Unternehmen einschränken. Weitere Probleme können auftreten, wenn sich bei grundsätzlich rentablen Investitionen in das Versorgungsgeschäft Ertrags- einbußen ergeben.

5.5 Zinsdeckungsgrad

Der Zinsdeckungsgrad ist das Verhältnis einer Ertrags- oder Cashflowgröße einer Periode zum Zinsaufwand derselben Periode. In dieser Studie kommt der Wert des EBITDA im Verhältnis zum Zinsaufwand zur Anwendung. Die betreffende Kenngröße verwenden Kreditgeber und Ratingagenturen oft als ein wichtiges Instrument für ihre Beurteilung der finanziellen Tragfähigkeit von Unternehmen. Ferner wird diese Kennzahl vielfach als ein sogenannter Financial Covenant in Finanzierungsverträgen angewendet.

Der Zinsdeckungsgrad ermöglicht eine Aussage darüber, inwiefern die operative Ertragskraft eines Kreditnehmers die Bedienung der laufenden Finanzierungskosten sicherstellt. Da neben dem Zinsaufwand aus dem EBITDA weitere Ausgaben bestritten werden müssen – darunter Steuern, potenzielle Schwankungen im Umlaufvermögen, der intern finanzierte Teil der Investitionstätigkeit, Kreditrückzahlungen und schließlich auch mögliche Ausschüttungen –, sollte das EBITDA den Zinsaufwand hinreichend deutlich übertreffen.

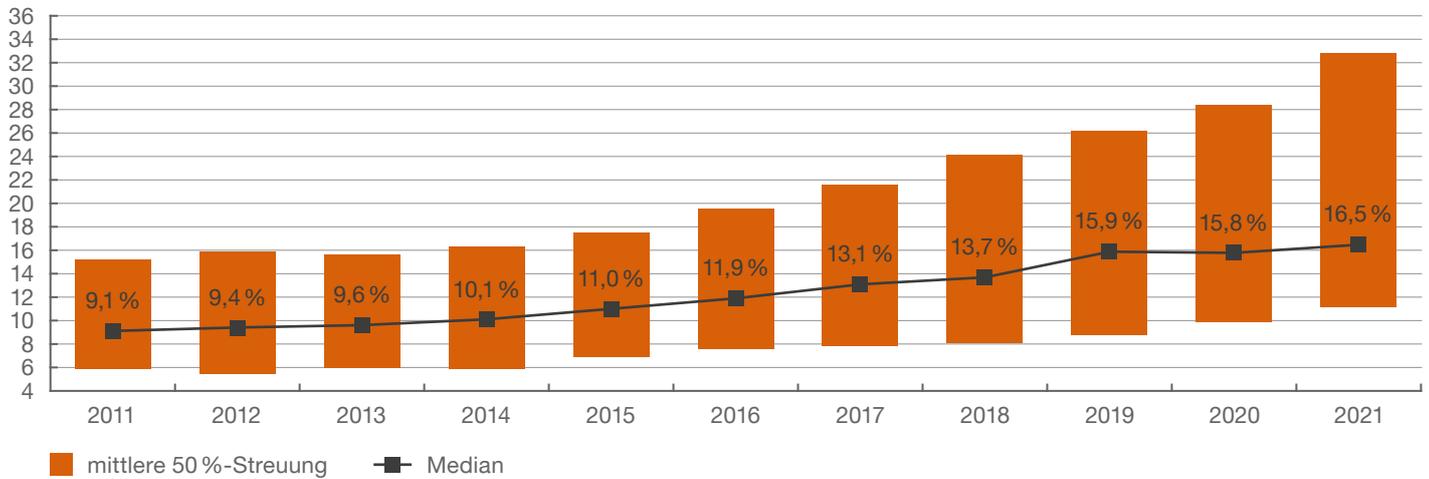
Art des Stadtwerks

EVU mit oder ohne eigene Netze

Richtwert für eine mindestens zufriedenstellende Kreditbonität

>0 %

Abb. 22 EBITDA-Zinsdeckungsgrad im Zeitverlauf von 2011 bis 2021



Trotz der über die Zinszahlungen hinaus offensichtlich zahlreichen weiteren Anforderungen an den Wert des EBITDA hat sich sein Verhältnis ausschließlich zum Zinsaufwand in vielen Analysen zu einer aussagekräftigen Standardkennzahl entwickelt. Der Grund für diese Popularität liegt neben der statistisch belegten Aussagekraft der Kennzahl auch in ihrer relativ einfachen Berechenbarkeit. Der EBITDA-Wert lässt sich ganz einfach aus der Gewinn- und Verlustrechnung ableiten, während der Wert der Verbindlichkeiten aus der Bilanz entnommen werden kann.

Diese Studie trägt dem Liquiditätskennzeichnungscharakter der Kennzahl noch besser Rechnung, indem die in der Position „Zinsen und ähnliche Aufwendungen“ erfassten, nicht unmittelbar liquiditätswirksamen Aufwendungen aus der Aufzinsung von Rückstellungen – insbesondere Pensionsrückstellungen – herausgerechnet werden. Daher ist die Kennzahl für alle Untersuchungsjahre etwas höher als bisher und dokumentiert im Zeitverlauf mehr als bisher die positiven Auswirkungen der niedrigen Marktzinsen.

Aus Ratinganalysen und der Finanzierungspraxis haben sich die Werte 6,0x für EVU ohne eigene Netze und 4,5x für EVU mit eigenen Netzen als grobe Grenzwerte für unbedenkliche EBITDA-Zinsdeckungsgrade herausgestellt. Investitionen in Netze sind Infrastrukturinvestitionen, die grundsätzlich sehr stabil kalkulierbar sind. Solche Investitionen gehen typischerweise mit einer höheren Kredittragfähigkeit einher. Im Einzelfall betrifft dies insbesondere Strom-, Gas- und Wassernetze. Grundsätzlich fallen auch Erzeugungsanlagen in die Kategorie der Assets, die höhere Kreditlasten erstens rechtfertigen und zweitens grundsätzlich vergleichsweise gut tragen können.

Im hier betrachteten Zeitraum hat sich der EBITDA-Zinsdeckungsgrad ausgehend von 9,1 im Jahr 2011 auf 16,5 im Jahr 2021 erheblich verbessert. Die als unbedenklich bewerteten Mindestausprägungen werden somit im Median sowie auch den oberen drei Quartilen solide überschritten.

Die kontinuierliche Verbesserung des EBITDA-Zinsdeckungsgrads könnte den Schluss nahelegen, dass die finanzielle Leistungsfähigkeit der betrachteten Unternehmen im Laufe der Zeit zugenommen hätte. Mit Blick auf die zuvor schon betrachteten EBITDA-Margenverläufe lässt sich dies jedoch nicht bestätigen. Wesentlicher Faktor für die deutliche Verbesserung des EBITDA-Zinsdeckungsgrads ist der laufende und erhebliche Rückgang des Marktzinsniveaus im Betrachtungszeitraum. Ausgehend von einem indikativen Zehnjahreszins in Höhe von 4 % für gute Bonitäten im Jahr 2011 hatte sich dieser Satz bis 2021 auf unter 1 % mehr als geviertelt. Der Durchschnittszins für die Verbindlichkeiten der EVU lag in den Jahren 2020 und 2021 in der Studiendatenbasis bei circa 2,3 %. Somit relativiert sich die positive Bewertung des EBITDA-Zinsdeckungsgrads – und macht tatsächlich nahezu eine Verschlechterung der aufgezeigten Relation erkennbar.

Art des Stadtwerks		Tendenziell unbedenklicher EBITDA-Zinsdeckungsgrad
EVU ohne eigene Netze		≥ 6,0
EVU mit eigenen Netzen		≥ 4,5

5.6 Dynamischer Verschuldungsgrad

Der dynamische Verschuldungsgrad ist eine Kennzahl, die das Verhältnis zwischen der Nettoverschuldung eines Unternehmens und seinem EBITDA in einer Periode misst. Dieser Kennzahl kommt bei der kombinierten Beurteilung der finanziellen Lage und der Ertragslage von Unternehmen eine hohe Bedeutung zu. Das EBITDA stellt – wie bereits beschrieben – einen Näherungswert für den Cashflow dar. Die Nettoverschuldung – also die verzinslichen Fremdkapitalbestände abzüglich der liquiden Mittel – zeigt das tatsächliche oder auch bereinigte Ausmaß der Verschuldung.

Als wichtige Kennzahl in der Finanzanalyse und Kreditbewertung errechnet der dynamische Verschuldungsgrad den theoretischen Zeitraum, in dem das Unternehmen auf der Grundlage seiner aktuellen Ertragskraft – gemessen im EBITDA – seine Finanzverbindlichkeiten zurückführen könnte. Wie schon herausgestellt, müssen aus dem EBITDA jedoch auch weitere Positionen der Liquiditätsverwendung bedient werden, sodass es sich hier eben um die theoretische

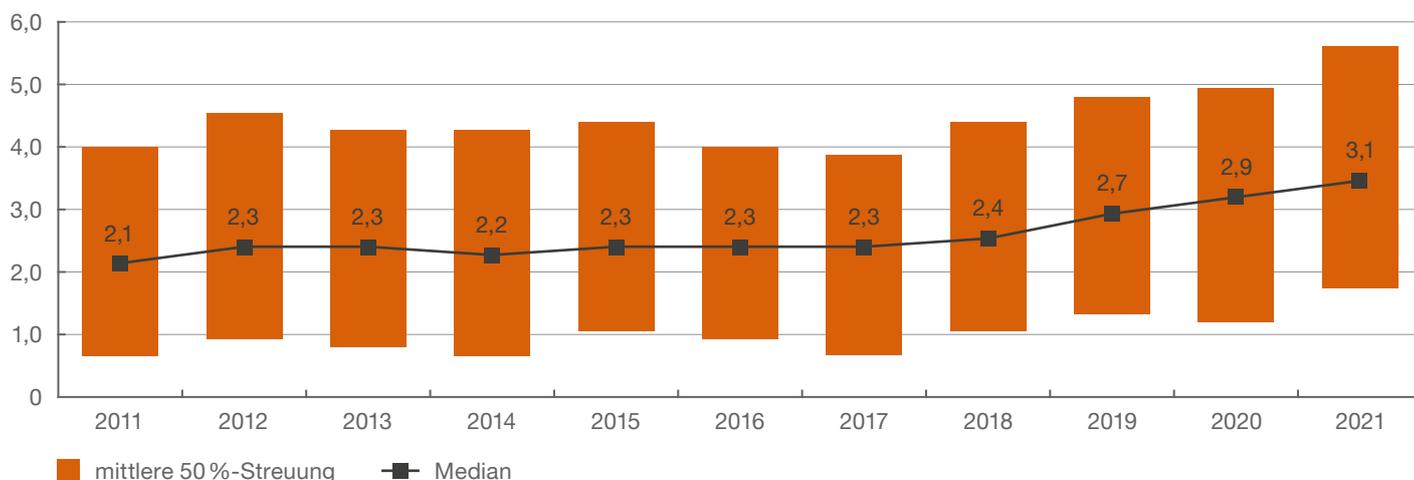
Rückzahlungsdauer handelt. In statistischen Analysen wurde der Aussagegehalt des dynamischen Verschuldungsgrads als Messgröße für die finanzielle Tragfähigkeit von Unternehmen gut bestätigt.

Es ist zu beachten, dass der dynamische Verschuldungsgrad eine Bilanzposition – die Nettoverschuldung – mit einer Kennzahl aus der Gewinn-und-Verlust-Rechnung – dem EBITDA – ins Verhältnis setzt. Daher reagiert diese Kennzahl oft sensibel auf Veränderungen in der Ertragslage von Unternehmen. Verschuldungsstände dagegen sind typischerweise weniger veränderlich als die Ertragskraft.

Der dynamische Verschuldungsgrad ist einerseits eine Liquiditätskennzahl mit Cashflowbezug, die Aussagen über die Schuldentragfähigkeit ermöglicht. Auf der anderen Seite wird diese Kennzahl zunehmend auch als dynamischer Indikator für die Kapitalstruktur betrachtet. Hieraus lässt sich leicht ableiten, dass Unternehmen mit einem über mehrere Perioden stabilen Verhältnis der Verschuldung zum EBITDA tendenziell als solider eingestuft werden – und umgekehrt.

Im Allgemeinen gilt, dass Unternehmen mit höheren Geschäftsrisiken geringere Finanzrisiken eingehen sollten und können – und umgekehrt. So sollte beispielsweise ein im Handel tätiger Energiedienstleister deutlich niedrigere dynamische Verschuldungsgrade – und damit geringere Finanzrisiken – aufweisen als ein vertikal integrierter Versorger, der zwar auch den allgemeinen Herausforderungen der Branche unterliegt, jedoch nicht ausschließlich den volatilen Handelsrisiken. Zudem kann langfristiges, produktives Infrastrukturanlagevermögen tendenziell mit höheren Anteilen Fremdkapital finanziert werden, sodass Versorgungsunternehmen mit eigenen Strom-, Gas- oder Abwasser-netzen grundsätzlich eine höhere Fremdkapitalquote und damit einen höheren dynamischen Verschuldungsgrad eingehen können.

Abb. 23 Dynamischer Verschuldungsgrad im Zeitverlauf von 2011 bis 2021



Die Datenbasis dieser Studie zeigt über die Jahre 2011 bis 2016 einen leichten Anstieg von 2,1 auf 2,3 – was eher als eine Seitwärtsbewegung zu werten ist. Ausgehend von dem Jahr 2017 mit einem Wert von 2,3 bis zum Jahr 2021 ist der dynamische Verschuldungsgrad dann kontinuierlich und deutlich auf einen Wert von 3,1 angestiegen. Besonders auffällig ist dabei, dass zwischen 2017 und 2021 in jedem Jahr ein neuer Höchststand erreicht wurde. Schließlich ist festzustellen, dass eine Zunahme sowohl im unteren als auch im oberen Quartil erfolgte, was auf eine breitflächige dynamische Verschuldungszunahme in weiten Teilen der Branche hindeutet.

Wie zuvor schon gezeigt, ist die Verbindlichkeitenquote in der Branche der EVU im Zeitverlauf gestiegen. Diese Entwicklung könnte aus der Notwendigkeit resultieren, Investitionen zu finanzieren – unter Beachtung auch aller weiteren Verwendungen wie etwa der Ausschüttungen. Ferner könnte das im Betrachtungszeitraum günstige Zinsumfeld zu einer intensiveren Kreditnutzung beigetragen haben, da es den Unternehmen ermöglichte, Fremdmittel zu sehr vorteilhaften Bedingungen zu generieren.

Kritisch ist festzustellen, dass das Wachstum des EBITDA insbesondere im Zeitraum von 2017 bis 2021 nicht mit dem Anstieg der Verschuldung Schritt halten konnte. Dies deutet darauf hin, dass die Schuldenlast

der Unternehmen im Verhältnis zu ihrer Ertragskraft zunimmt, was wiederum mit wachsenden Risiken für ihre finanzielle Stabilität und Schuldentragfähigkeit einhergeht. Da bereits festgestellt wurde, dass auch die Investitionsquote angestiegen ist, bleibt an dieser Stelle kritisch anzumerken:

Insbesondere in den Jahren von 2017 bis 2021 sind in der Branche der EVU kreditfinanziert gestiegene Investitionsvolumina realisiert worden. Jedoch konnte die realisierte Ertragskraft gemessen im Wert des EBITDA mit dieser Entwicklung nicht Schritt halten, sodass sich die Schuldentragfähigkeit tendenziell verschlechtert hat.

In Anbetracht dieser Trends wäre es notwendig, die Finanzstrategie der Unternehmen sowie ihre Investitions- und Finanzierungsentscheidungen genau zu beobachten. So könnten potenzielle Risiken frühzeitig erkannt und geeignete Maßnahmen ergriffen werden, um die finanzielle Stabilität der Unternehmen zu gewährleisten. Dies gilt insbesondere, wenn diese Entwicklung anhält und es für die betreffenden Unternehmen schwieriger wird, ihre Finanzverbindlichkeiten aus ihrem operativen Geschäft heraus zu bedienen.

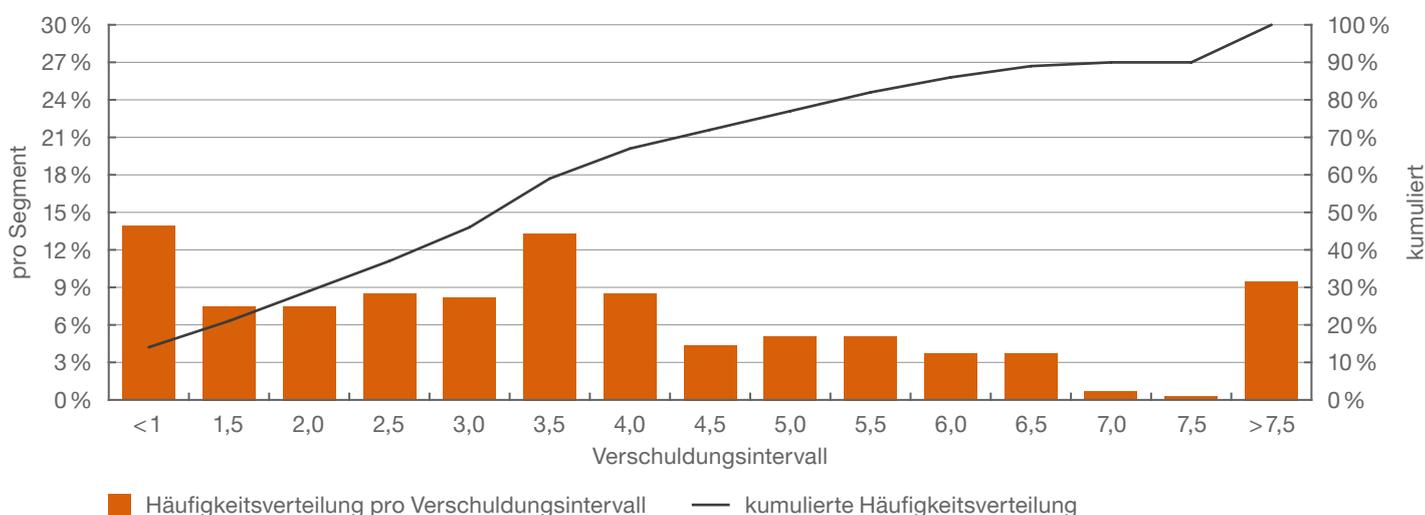
Die Analyse der Häufigkeitsverteilung der Werte des dynamischen Verschuldungsgrads im Jahr 2021 liefert weitere bemerkenswerte Erkenntnisse:

- Der Anteil der EVU mit einem dynamischen Verschuldungsgrad von mehr als 4,0x hat weiter zugenommen. Mittlerweile überschreitet bereits circa ein Drittel der Unternehmen diesen Schwellenwert.
- Unternehmen mit einem sehr hohen Verschuldungsgrad von über 7,5x machen nun bereits nahezu 10 % der EVU aus.

Für die EVU im oberen Quartil der Benchmark – insbesondere bei Verschuldungsgraden über 5,0x – können sich Herausforderungen bei der Sicherung ihrer Finanzierungen ergeben. Finanzinstitute bewerten die solide eigenständige Tilgungsfähigkeit von Unternehmen nachvollziehbar sehr hoch. Die im Falle höher verschuldeter kommunaler EVU übliche Abstellung auf die Bonität des Gesellschafters kann dies immer häufiger nicht mehr ausreichend kompensieren.

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

Abb. 24 Häufigkeitsverteilung des dynamischen Verschuldungsgrads im Jahr 2021



Zur hohen Bedeutung des dynamischen Verschuldungsgrads in der Finanzanalyse von Unternehmen allgemein trägt bei, dass diese Kennzahl oft als Financial Covenant in Kreditverträgen festgelegt wird. Dies bedeutet, dass die Aufrechterhaltung der Kreditzusage – grundsätzlich – von der Einhaltung eines bestimmten Verschuldungsgrads

abhängig gemacht wird. Dieser Umstand unterstreicht somit auch die Bedeutung dieser Kennzahl für die finanzwirtschaftliche Steuerung von Unternehmen. Investitionen, die diese Kennzahl negativ beeinflussen könnten, sollten daher immer sorgfältig überprüft werden. Wenn solche Investitionen Teil der Daseinsvorsorge sind und daher unvermeidlich, sollten

sie als bewusste wirtschaftliche Belastung angesehen werden. Sie müssen jedoch im Durchschnitt von wirtschaftlicheren Investitionen kompensiert werden. Auch die Bemessung von Ausschüttungen rückt in diesem Zusammenhang wieder in die Betrachtung.



6 Zusammenfassung wesentlicher Kennzahlen

Abb. 25 Tabellarische Kennzahlenzusammenfassung für den Zeitraum 2011 bis 2021

Kennzahl	Ausprägung (Median)										
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
C 2 Gewinn-und-Verlust-Rechnung – Ertragslage und Rentabilität											
Nettoumsatzwachstum	–	4,8 %	5,0 %	–5,0 %	0,2 %	1,9 %	–0,3 %	0,0 %	4,0 %	0,5 %	5,5 %
EBITDA-Marge	14,1 %	13,4 %	13,2 %	13,6 %	15,0 %	14,7 %	14,6 %	13,5 %	12,9 %	13,3 %	12,6 %
EBIT-Marge	7,9 %	7,1 %	7,1 %	7,2 %	8,4 %	8,2 %	8,3 %	7,4 %	6,9 %	6,8 %	6,3 %
C 3 Bilanz – Investitionen											
Anlagenquote	74,7 %	74,5 %	75,2 %	76,2 %	77,8 %	78,3 %	78,5 %	79,0 %	79,4 %	80,6 %	78,8 %
Anlagenwachstum	2,0 %	1,9 %	1,6 %	1,9 %	2,1 %	1,3 %	2,0 %	2,5 %	3,6 %	4,3 %	4,5 %
Investitionsquote	–	9,8 %	7,6 %	7,6 %	7,6 %	7,5 %	7,1 %	8,0 %	9,3 %	10,5 %	10,0 %
Bilanzsummenwachstum	–	2,5 %	2,1 %	0,6 %	–0,3 %	1,4 %	1,8 %	2,2 %	2,9 %	2,9 %	7,3 %
C 4 Bilanz – Kapitalstruktur											
Eigenkapitalquote (bilanziell)	33,9 %	33,4 %	33,2 %	33,6 %	34,4 %	35,4 %	36,5 %	36,1 %	35,7 %	35,1 %	33,1 %
Eigenkapitalquote (wirtschaftlich)	42,4 %	41,5 %	40,7 %	40,7 %	42,3 %	42,7 %	42,9 %	43,2 %	42,9 %	43,3 %	40,8 %
Ausschüttungsquote	98,7 %	90,0 %	92,9 %	92,7 %	91,9 %	88,7 %	90,4 %	94,5 %	99,8 %	98,2 %	92,4 %
Verbindlichkeitenquote	40,8 %	41,7 %	43,1 %	42,1 %	42,7 %	42,3 %	41,9 %	42,2 %	42,6 %	43,5 %	44,8 %
Wachstum der Bruttofinanzschulden	–	4,4 %	1,1 %	–1,6 %	1,5 %	–2,5 %	–1,8 %	1,1 %	4,1 %	3,2 %	5,4 %
Wachstum der Nettofinanzschulden	–	9,5 %	–1,2 %	–4,4 %	6,5 %	–2,4 %	–5,5 %	2,0 %	8,1 %	3,9 %	9,1 %
C 5 Liquidität und Cashflows – Schuldendeckungsfähigkeit											
einfacher Cashflow zur Verschuldung	31,0 %	27,3 %	27,2 %	26,9 %	25,6 %	28,3 %	28,8 %	29,6 %	27,0 %	25,7 %	25,2 %
Residual Cash Flow zur Verschuldung	19,0 %	17,6 %	19,0 %	17,1 %	18,1 %	19,3 %	18,7 %	18,6 %	17,0 %	16,7 %	16,3 %
freier Cashflow zur Verschuldung	–3,5 %	–3,5 %	–1,9 %	–2,6 %	–2,1 %	0,5 %	–0,2 %	–0,5 %	–5,0 %	–7,4 %	–7,3 %
dynamischer Verschuldungsgrad	2,1	2,3	2,3	2,2	2,3	2,3	2,3	2,4	2,7	2,9	3,1
EBITDA-Zinsdeckungsgrad	9,1	9,4	9,6	10,1	11,0	11,9	13,1	13,1	15,9	15,8	16,5



D Kennzahlenanalyse der EVU-Konzerne

1 Abgrenzung der EVU-Konzerne

Die nachfolgende Analyse der Finanzkennzahlen der EVU-Konzerne ergänzt die vorherige Analyse der Finanz- und Ertragslage der Einzel-EVU. Datensätze für die Konzernanalyse stehen für die Jahre 2016 bis 2021 zur Verfügung; dargestellt werden davon hier die Jahre 2019 bis 2021. Mit dieser Erweiterung sollen die Kennzahlenverhältnisse der EVU in einen größeren Zusammenhang gestellt und die Auswirkungen der gesamten Konzernstrukturen berücksichtigt werden.

Insbesondere sollen die finanzwirtschaftlichen Wirkungen der zusätzlichen Tätigkeiten betrachtet werden, die Konzerne im Rahmen der

Daseinsvorsorge durchführen und die häufig eine zusätzliche Belastung für ihre Finanz- und Ertragslage darstellen. Da einige dieser Aktivitäten auch direkt in den EVU angesiedelt sein können, wird die Finanz- und Ertragskraft mitunter auch direkt dort beeinflusst und nicht erst auf Konzernebene. Mit der Einbeziehung dieser Aktivitäten in die hier vorgenommene Konzernbetrachtung wird nachvollziehbar, dass die dann resultierenden Kennzahlenverhältnisse tendenziell schlechter ausfallen. Infolgedessen kann es etwa vorkommen, dass anstehende Finanzierungen nur dank der Bonität des Gesellschafters sichergestellt werden können. Diese Einbeziehung kann dann auch als Preis für die Übernahme der Aufgaben der Daseinsvorsorge interpretiert werden.

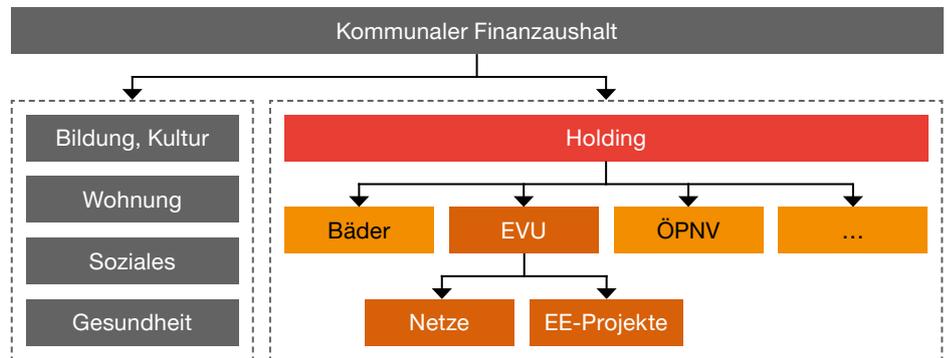
Die Übertragung von – möglicherweise defizitären – Aufgaben an die EVU oder die betreffenden Konzerne kann gewissermaßen als eine Art „Gewinnverwendung vorweg“ verstanden werden. Diese Vorgehensweise kann jedoch den Spielraum für Ausschüttungen der EVU oder EVU-Konzerne einschränken und stellt vielfach eine Herausforderung für die finanzielle Planung und Stabilität der betreffenden Unternehmen dar. Die Analyse dieser Dynamiken ist daher von entscheidender Bedeutung, um ein umfassendes Verständnis der Finanz- und Ertragslage – hier fokussiert – der kommunalen EVU-Konzerne zu erlangen.

2 Finanzierungskennzahlen der EVU-Konzerne

In dieser Studie liefert eine ausgewählte Gruppe von 80 repräsentativen kommunalen EVU-Konzernen die Datengrundlage für die Ableitung der Mediankennzahlen der Konzerne. Es ist erstens zu beachten, dass die Finanz- und Ertragslagen von Konzernen in der Regel komplexer als die von Einzelunternehmen sind. Zweitens ist zu beachten, dass EVU-Konzerne im Durchschnitt schwächere Ergebnisse zeigen als die einzelnen EVU.

Das System der Gewinn- und Verlust-Rechnungen, das innerhalb von EVU-Konzernen Anwendung findet, führt nicht immer zu einem mindestens ausgeglichenen Jahresergebnis. Dieser Umstand wirft Fragen zur finanziellen Nachhaltigkeit und Stabilität einiger dieser Konzerne auf. Dies gilt insbesondere, wenn die Gewinne aus den EVU-Aktivitäten nicht mehr vollständig zur Finanzierung anderer Aktivitäten im Konzern zur Verfügung stehen.

Abb. 26 Exemplarische Darstellung eines kommunalen Konzerns

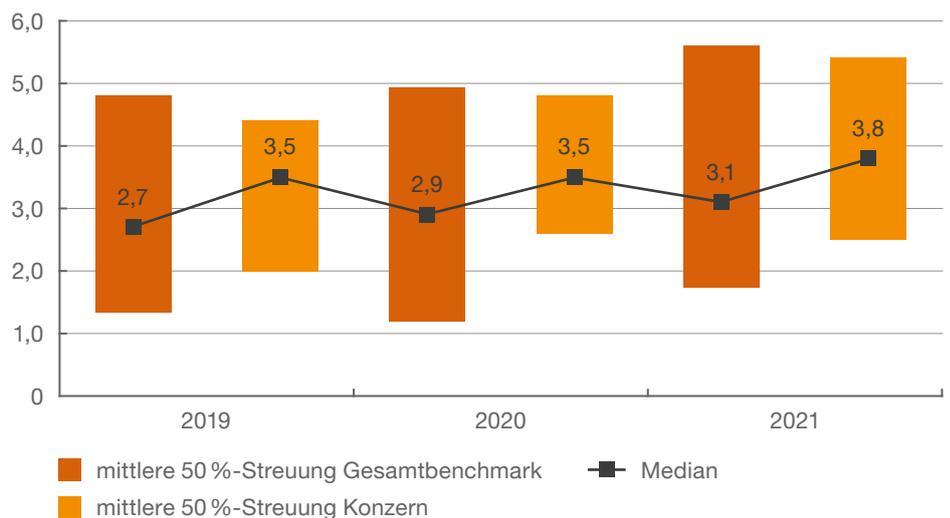


Besonders herausfordernd ist diese Situation für Konzerne, deren EVU nicht mehr vollständig im kommunalen Besitz sind. In solchen Fällen müssen anteilige Gewinne an externe Mitgesellschafter abgeführt werden, was den finanziellen Spielraum des Konzerns weiter einschränkt. Dieser Aspekt erfordert eine besondere Aufmerksamkeit bei der Beurteilung der Finanz- und Ertragslage des betreffenden Konzerns und der

Formulierung von Strategien zur Gewährleistung seiner finanziellen Nachhaltigkeit und Stabilität.

Die finanzielle Tragfähigkeit von EVU-Konzernen ist in der Regel schwächer als die von Einzelunternehmen. Die betrachteten Konzerne weisen tendenziell höhere Verschuldungsgrade und niedrigere Eigenkapitalquoten auf. Diese Tendenz bestätigen auch die hier betrachteten Daten bis zum Jahr 2021.

Abb. 27 Dynamischer Verschuldungsgrad im kommunalen Konzern von 2019 bis 2021



In den Jahren 2019 bis 2021 war der Median des Verschuldungsgrads der Konzerne durchweg höher als der der Gesamtbenchmark. Im Jahr 2021 betrug der Median der Konzerne 3,8, während der der Gesamtbenchmark bei 3,1 lag. Das bedeutet, dass die Konzerne im Vergleich zu den Einzel-EVU eine deutlich geringere Rentabilität in Relation zu ihrer Verschuldung aufweisen. Ein wesentlicher Grund liegt hier in der Übernahme – auch – weniger rentabler Aktivitäten und der weiteren Finanzierung mit Fremdkapital.

Auch bei der Eigenkapitalquote zeigt sich ein deutlicher Unterschied zwischen der EVU-Benchmark und den EVU-Konzernen. Während im Jahr 2021 die Median-Eigenkapitalquote bei der Gesamtbenchmark 33,1 % betrug, lag sie bei den Konzernen bei 30,3 %.

Die Verbindlichkeitenquote der Konzerne lag im Jahr 2021 mit einem Median von 46,8 % sichtbar über der der Gesamtbenchmark, die 44,8 % betrug. Dies korrespondiert nachvollziehbar mit der bereits betrachteten geringeren Eigenmittelquote der Konzerne.

Diese Entwicklungen legen nahe, dass die Konzerne zusätzliche Verschuldung durch ein unterproportional wachsendes EBITDA tragen müssen. Diese absolut und relativ höhere Verschuldung ist mit entsprechenden Belastungen für die finanzielle Tragfähigkeit der EVU-Konzerne verbunden – mehr als bei den Einzelunternehmen.

Mitunter wird argumentiert, dass für EVU-Konzerne schwächere Kennzahlen akzeptabel seien und ihre finanzielle Tragfähigkeit – und schließlich ihre Kreditratings – darunter nicht leide. Dies trifft so jedoch nicht zu. Tatsächlich ist es in vielen Fällen zwingend erforderlich, die Bonität des kommunalen Gesellschafters mit

Abb. 28 Bilanzielle Eigenkapitalquote im kommunalen Konzern von 2019 bis 2021

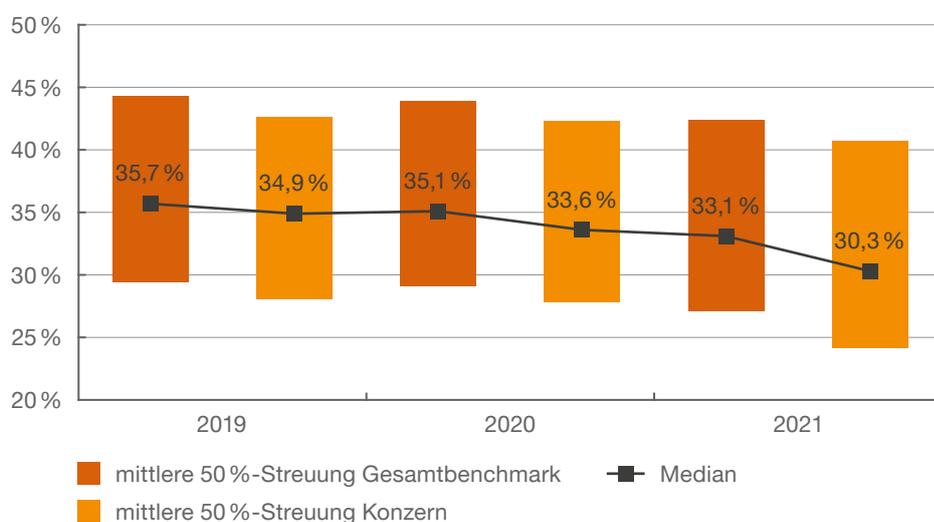
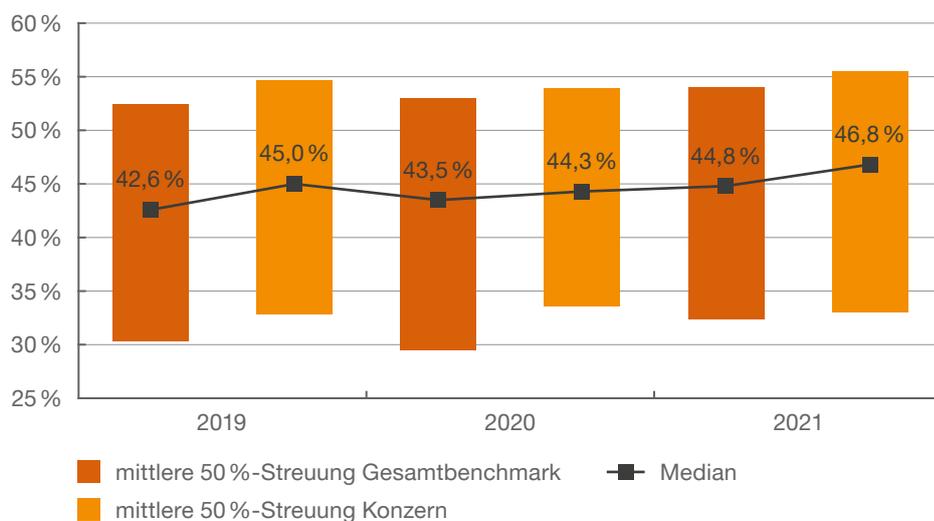


Abb. 29 Bilanzielle Finanzverbindlichkeitenquote im kommunalen Konzern von 2019 bis 2021



einzu beziehen, um die schwächere Finanz- und Ertragslage zu kompensieren. Dabei sind zunehmend weitere Belastungen zu verzeichnen, da sich erstens die Investitionsbedarfe in den Unternehmen erhöhen und zweitens die finanzielle Stärke der Gesellschafter nachlässt.

Nicht erst vor dem Hintergrund der sich durchgängig verschlechternden Kennzahlen zur finanziellen

Tragfähigkeit von EVU und EVU-Konzernen sollte – insbesondere in anspruchsvolleren Fällen – ein tragfähiges Investitions- und Finanzierungskonzept auf Grundlage einer mehrjährigen integrierten und kennzahlengestützten Unternehmensplanung der finanzwirtschaftliche Kompass für die kommenden Herausforderungen sein.

Abkürzungsverzeichnis

CAGR	Compound Annual Growth Rate (geometrisch durchschnittliche jährliche Wachstumsrate)
EBIT	Earnings before Interest 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
ÖPNV	öffentlicher Personennahverkehr

Ihre Ansprechpersonen

Inhaltliche Themen:



Andreas Rams
Senior Manager
Leiter Corporate Finance Solutions
Tel.: +49 170 3307119
andreas.rams@pwc.com

Autoren:

Andreas Rams
Nico Lamkemeyer

Gesamtverantwortung:

Bernd Papenstein, Partner, Leader Öffentlicher Sektor
Andreas Funke, Partner, Infrastructure and Corporate Finance

Frühere Veröffentlichungen:



Krise abgesagt?
Ausgabe September 2018



Finanzwirtschaftliche Situation der kommunalen Versorger und Konzerne – Stabilität im Niedrigzinsumfeld
Ausgabe August 2020

Über uns

Unsere Mandanten stehen tagtäglich vor vielfältigen Aufgaben, möchten neue Ideen umsetzen und suchen unseren 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 Expert:innennetzwerks in 151 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 Deutschland. Mehr als 14.000 engagierte Menschen an 20 Standorten. Rund 2,93 Mrd. Euro Gesamtleistung. Führende Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft in Deutschland.

© November 2023 PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.
Alle Rechte vorbehalten.

„PwC“ bezeichnet in diesem Dokument die PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, die eine Mitgliedsgesellschaft der PricewaterhouseCoopers International Limited (PwCIL) ist. Jede der Mitgliedsgesellschaften der PwCIL ist eine rechtlich selbstständige Gesellschaft.

www.pwc.de