

Deutsche Stadtwerke Heiter bis wolkig



Ernüchternde Nachrichten im einstmals soliden Sektor deutscher Stadtwerke reißen nicht ab. Etliche der einstigen Kommunalfinanzierer müssen aufgrund sich verschlechternder finanzieller Entwicklungen die Dividenden an die Kämmerer reduzieren oder gar streichen oder bitten selbst ihre Gesellschafter um Finanzspritzen. In Kommunen, die finanziell selbst unter Druck stehen, kann dies eine gefährliche Mischung darstellen. Scope Ratings (Scope) hat die Entwicklung von 30 der knapp 1.000 kommunalen Versorger beobachtet. Im Vergleich zu Scopes Branchenstudie 2015 gibt es zwar keine Entwarnung zur finanziellen Tragfähigkeit einiger Stadtwerke, dennoch konstatiert Scope, dass die Mehrzahl deutscher Stadtwerke weiterhin ein solides Investment Grade aufweisen dürfte. Vor dem Hintergrund einer möglicherweise eingeschränkten Rating-Unterstützung durch kommunale Gewährträgerhaftung dürfte die Einzelfallbetrachtung basierend auf Geschäfts und Finanzrisiken an Bedeutung gewinnen.

Cashflow-basierte Beurteilung der Kreditqualität wichtiger denn je

Die Aktualisierung der rating-relevanten Faktoren der 30 von Scope Ratings im Oktober 2015 analysierten deutschen Stadtwerke (siehe [Deutsche Stadtwerke: Finanzierung auf dem Prüfstand](#)) ergibt, dass sich wichtige Finanzkennzahlen zum Leverage und Zinsdeckung in 2015 trotz einer weiteren Zunahme von Fremdmitteln nicht weiter wesentlich verschlechterten. Zum einen ist dies auf die Kreditaufnahme, mitunter auch Refinanzierung, mit Hilfe von zinsgünstigen Bankdarlehen oder auch Schuldscheinen zurückzuführen. Zum anderen konnte eine weitere Verschlechterung durch die Eindämmung einer derzeit nicht tragfähigen Ausschüttungspolitik, Kostensenkungsprogramme oder die Einmottung von defizitären Kraftwerken verhindert werden. Im Durchschnitt bewegt sich der Financial Leverage weiterhin bei 3,2x, die Zinsdeckung noch immer bei soliden 6,2x. Scope beobachtet jedoch auch, dass in Einzelfällen Finanzspritzen in Form von Eigenkapitalzuführungen oder Gesellschafterdarlehen vonnöten waren. Zwar sind die Gründe bei vergleichsweise finanziell schwächer aufgestellten Stadtwerken vielschichtig (z.B. Belastungen der Energiewende, Subventionierung chronisch defizitärer Segmente im Stadtwerke-Querverbund, strukturell schwache Versorgungsgebiete). Doch nicht nur der anhaltende Druck, dem sich viele Stadtwerke und Kommunen ausgesetzt sehen, belastet die Kreditvergabe an ausgewählte Kommunalversorger. Nachdem sich kritische Stimmen zu kommunalen Bürgschaften und deren möglichen Verstoßes gegen EU-Beihilferecht mehren, ist es nach Ansicht von Scope wichtiger denn je, dass sich Kreditgeber auf cashflow-basierte Betrachtungen für die Beurteilung der Kreditqualität der Stadtwerke auf ‚standalone-Basis‘ zu konzentrieren.

Kreditqualität: Heiter bis wolkig

Scope stellt fest, dass die Kreditqualität deutscher Stadtwerke (Holding-Ebene) trotz des anhaltenden Drucks weiterhin größtenteils als solide im Investment Grade (IG) eingestuft werden kann. Im Vergleich zu Scopes Erhebung aus dem Oktober 2015 würden weiterhin indikativ 24 der 30 Stadtwerke auf ‚standalone‘-Basis im IG-Bereich gesehen werden, davon 5 im Cross-over Bereich. Die Ausnahmen mit schwächerer Kreditqualität bilden Stadtwerke, die besonders von der Quersubventionierung defizitärer Stromerzeugung betroffen sind. In Bezug auf die deutsche Stadtwerklandschaft mit über 1.000 Stadtwerken konstatiert Scope jedoch, dass der überwiegende Teil der lokalen Versorger (>90%) ohne eigene Stromerzeugung weiterhin sehr solide aufgestellt sein dürfte. In Summe sind deutsche Stadtwerke weniger von der Energiewende betroffen, als europäische Versorger, die sich mit unterschiedlichsten Strategien gegen eine Verschlechterung ihrer Kreditqualität stemmen (siehe [European Integrated Utilities: From Headwinds to Tailwinds](#)).

Analysts

Sebastian Zank, CFA
+49 30 27891 225
s.zank@scoperatings.com

Business Development

Dr. Florian Stapf
+49 30 27891 149
f.stapf@scoperatings.com

Hans-Gerd Schievink
+49 30 27891 123
h.g.schievink@scoperatings.com

Press

Oliver Müller
+49 30 288744 225
press@scoperatings.com

Related Research

[Deutsche Stadtwerke: Finanzierung auf dem Prüfstand](#)
Oct 2015

[Application Study: European Utilities](#), Apr 2016

[European Integrated Utilities: From Headwinds to Tailwinds](#), Sep 2016

[Rating Methodology: European Utilities](#), Dec 2015

Scope Ratings AG

Lennéstraße 5
10785 Berlin

Phone +49 30 27891 0
Fax +49 30 27891 100

info@scoperatings.com
www.scoperatings.com



Bloomberg: SCOP

Subventionierung der Stadtwerke, statt Subventionierung der Kämmerer

Verstärkte Belastungen für kommunalen Haushalt

Konnten Stadtwerke bisher größtenteils ihrer Rolle als Querverbund zur Subventionierung chronisch defizitärer, öffentlicher Bereiche und zuverlässiger Dividendenzahler an die überwiegend kommunalen Gesellschafter gerecht werden, so funktioniert dieser Mechanismus in etlichen Fällen nicht mehr. Vielmehr zeigen ausgewählte Fälle der letzten drei Jahre, dass kommunale Gesellschafter unter Umständen ihre Stadtwerke durch Gesellschafterdarlehen oder Eigenkapitalzuführungen stützen mussten oder gar externe Sanierungsdarlehen vonnöten waren, um finanzielle Schieflagen von Stadtwerkegesellschaften abzufedern. Im Extremfall müssen die kommunalen Gesellschafter dafür selbst Darlehen aufnehmen. Trotz Niedrigzinsumfeld sind diese zusätzlichen Belastungen für den kommunalen Haushalt schmerzhaft, besonders wenn kurz- oder mittelfristig keine Ergebnisbeiträge erwartet werden können, die Zins- und Tilgungszahlungen decken. Dies dürfte sich insbesondere negativ auf die Refinanzierung infolge eines möglichen Zinsanstiegs auswirken.

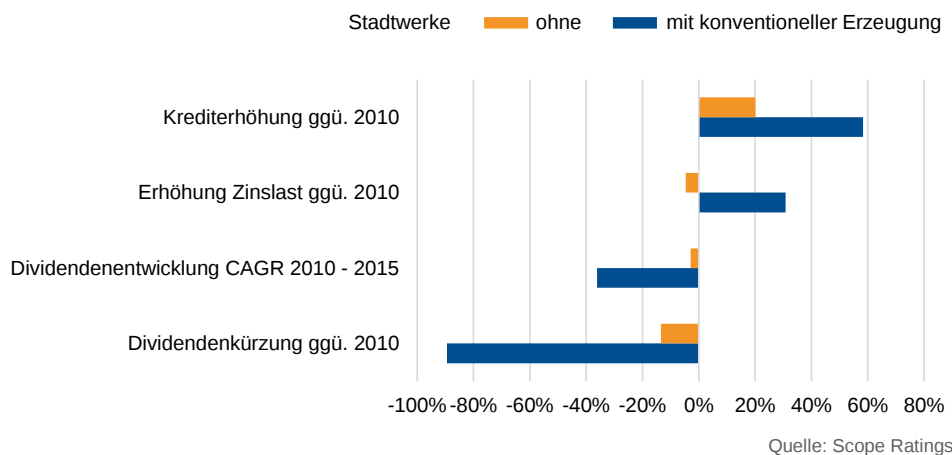
Tabelle 1: Ausgewählte Beispiele von Stadtwerken/-verbünden in finanzieller Schieflage

Periode	Versorger	Kapitalmaßnahme
2016	STEAG GmbH	Streichung der Dividende für das Stadtwerkekonsortium
2015	SWU Stadtwerke Ulm/Neu-Ulm GmbH	Eigenkapitalzuführung durch kommunalen Gesellschafter
Q2 2015	Duisburger Versorgungs- und Verkehrsgesellschaft mbH	Eigenkapitalzuführung durch kommunalen Gesellschafter
Q4 2014 Q2 2015	Stadtwerke Völklingen Holding GmbH	Zuführung von Überbrückungskredit und Verkauf defizitärer Geschäftsbereiche
Q4 2015	Enervie AG	Sanierungskonzept mit Gesellschafterdarlehen
Q3 2014	Stadtwerke Wanzleben GmbH	Insolvenz
Q2 2014	Stadtwerke Gera AG	Insolvenz

Deutliche Dividendenkürzungen

Aber auch in vielen Fällen, in denen die kommunalen Gesellschaften nicht unmittelbar von einer prekären finanziellen Schieflage betroffen sind, dürften die geringeren Ausschüttungen/Dividenden den Kommunen zu schaffen machen. Während insgesamt die Kredit- und Zinsbelastungen seit 2010 zum Teil deutlich gestiegen sind, wurden die Ausschüttungen zum Teil deutlich gekürzt (im Median um 20%) oder gar gestrichen (siehe Grafik 1). In 9 von 30 Fällen aus Scopes Stichprobe haben Stadtwerke ihre Ausschüttungen an Gesellschafter insbesondere in den Jahren 2014/15 gekürzt. Weitere Dividendenkürzungen wurden auch für 2016 avisiert. Was aus Kreditperspektive positiv ist, erfreut den Kämmerer natürlich nicht, insbesondere wenn auch die entsprechenden Kommunen ebenfalls unter einer erhöhten Schuldenlast leiden.

Grafik 1: Zunahme der Kreditbelastung, Senkung der Ausschüttungen (Median)

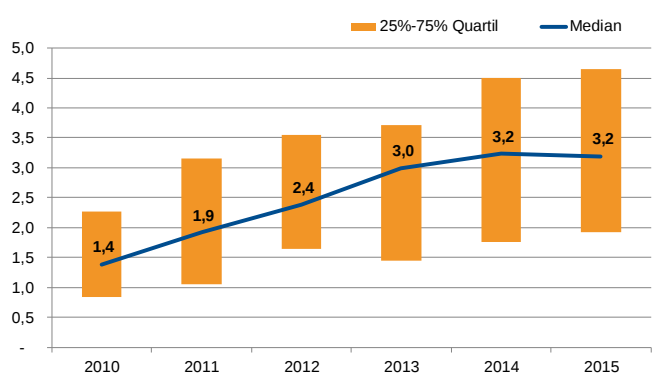


2015 weitgehend stabile Key Credit Metrics

Key Credit Metrics 2015

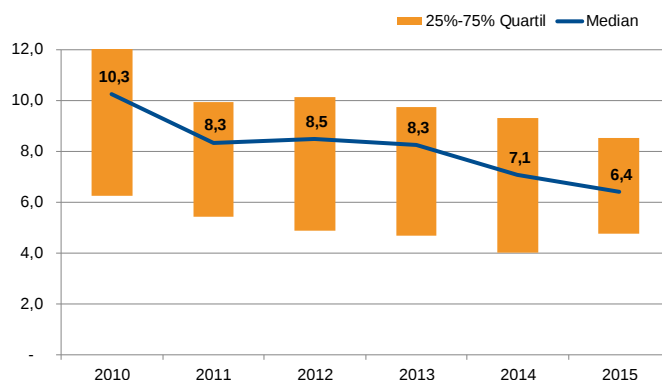
Die Aktualisierung der rating-relevanten Faktoren der 30 von Scope Ratings im Oktober 2015 analysierten deutschen Stadtwerke ergibt, dass sich wichtige Finanzkennzahlen zu Leverage und Zinsdeckung in 2015 trotz der weiteren Zunahme von Fremdmitteln nicht weiter wesentlich verschlechterten. Zum Teil konnte Scope sogar eine leichte Margenverbesserung insbesondere aus einem verbesserten Vertriebsergebnis feststellen. Der Net Financial Leverage liegt in der Stichprobe im Median weiterhin bei 3,2x (siehe Grafik 2), was gemäß Scopes Ratingmethodik für Europäische Versorger eine Kreditqualität im IG-Bereich indiziert. Auch die für ein Rating wichtige Zinsdeckung hat sich im Median nur unwesentlich auf 6,4x verschlechtert (siehe Grafik 3).

Grafik 2: Entwicklung des (Net) Financial Leverage¹



Quelle: Geschäftsberichte von 30 deutschen Stadtwerken, Scope

Grafik 3: Entwicklung des Zinsdeckung²

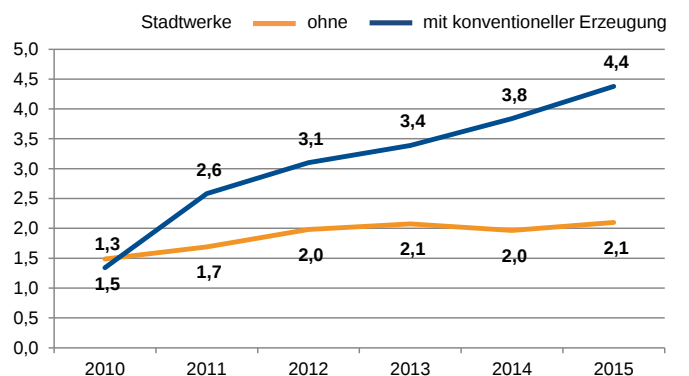


Quelle: Geschäftsberichte von 30 deutschen Stadtwerken, Scope

Deutliche strukturelle Divergenzen

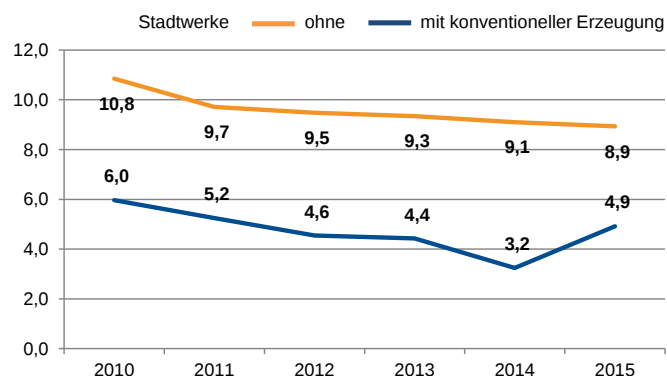
Scope konstatiert jedoch, dass in 25% der Fälle der Financial Leverage deutlich über 4,5x, die EBITDA Zinsdeckung unter 5,0x liegen (siehe 25%- und 75%-Quartile). Bei 4 der 30 Stadtwerke liegt die Zinsdeckung weiterhin bei oder unter 2,0x. Die rating-relevanten Finanzkennzahlen klaffen weiterhin deutlich auseinander, wenn zwischen Stadtwerken mit und ohne eigene konventionelle Erzeugung unterschieden wird. Während die Kennzahlen von Stadtwerken mit Fokus auf Energievertrieb und -durchleitung auf sehr solidem Niveau liegen, verzeichnen ausgewählte Stadtwerke mit Anteilen an konventionellen Erzeugungskapazitäten in 2015 eine weitere Erhöhung des Leverage. Die Entwicklung ist insbesondere dann alarmierend, wenn fremdfinanzierte Investitionen unzureichende Ergebnisbeiträge liefern, die nicht die Zins- und Tilgungszahlungen decken können.

Grafik 4: Leverage (Median) verschiedener Stadtwerke



Quelle: Geschäftsberichte von 30 deutschen Stadtwerken, Scope

Grafik 5: Zinsdeckung (Median) verschiedener Stadtwerke



Quelle: Geschäftsberichte von 30 deutschen Stadtwerken, Scope

¹ Definiert als Scope-adjusted debt/EBITDA. Debt = Finanzschulden inkl. Gesellschafterdarlehen + teilweiser Ansatz von Pensionsrückstellungen + evtl. Rückbauverpflichtungen für Kraftwerke – frei verfügbare Liquidität. EBITDA = EBITDA + Beteiligungsergebnis. Keine Berücksichtigung eventueller „Off-balance-sheet“ Schulden wie bspw. kommunale Pensionsverpflichtungen oder Garantien.

² Definiert als EBITDA/Zinsausgaben

Finanzierungszugang weiterhin gut

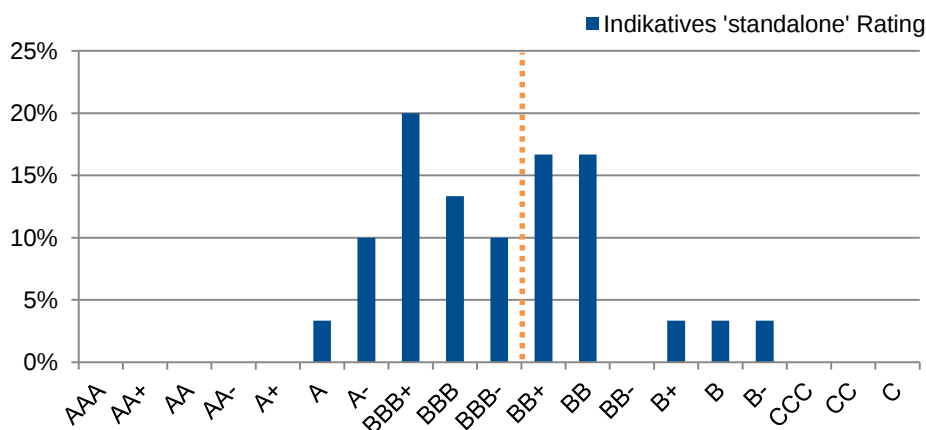
Mit Blick auf die Grundgesamtheit der über 1.000 deutschen Stadtwerke, deren Großteil sich auf den regulierten Netzbetrieb und Energievertrieb fokussiert, stellt Scope fest, dass der überwiegende Teil lokaler deutscher Versorger auch weiterhin solide aufgestellt sein dürfte. Eine Umfrage des Magazins "Der Neue Kämmerer" unter mehr als 200 Kämmerern ergab, dass nur eine Minderheit der Stadtwerke über verschlechterte Finanzierungsbedingungen nach der Insolvenz der Stadtwerke Gera im Jahr 2014 zu klagen hätten³. Der Großteil der Stadtwerke würde sich weiterhin über bilaterale Bankkredite finanzieren können; alternative Finanzierungen wie bspw. Schuldscheindarlehen oder Projektfinanzierungen würden derzeit noch eine untergeordnete Rolle spielen.

Großteil deutscher Stadtwerke weiterhin solide im IG-Bereich

Kreditqualität: Heiter bis wolkgig

Gemäß Scopes Ratingmethodik für Europäische Versorger zeigen sich weiterhin 60% der Stadtwerke⁴ in Scopes Stichprobe indikativ im IG-Bereich („standalone“ Ansatz). Rund ein Viertel der ausgewählten Stadtwerke befindet sich jedoch im sogenannten Crossover-Bereich zwischen Investment Grade und Non-Investment Grade (BB+/BBB-).

Grafik 6: Verteilung indikativer Ratings („standalone“-Ansatz)



Quelle: Scope Ratings

Mögliche Schwierigkeiten bei Gesellschaftergarantien erfordern cashflow-basierten Ratingansatz auf „standalone“ Basis

Zwar dürfte sich der Anteil von Stadtwerken im IG-Bereich unter Berücksichtigung einer möglichen Bürgschaft oder Gewährträgerhaftung durch kommunale Mehrheitseigentümer weiter erhöhen. Unter Berücksichtigung der Rolle der Stadtwerke als öffentlicher Versorger und einem enormen Prestigeschaden durch eine finanzielle Schieflage dürften kommunale Gesellschafter im Notfall fast immer stützend eingreifen. Scope argumentiert jedoch, dass Kreditgeber bei Refinanzierungen oder Finanzierungen neuer Investitionsprojekte, bspw. im Bereich Netzausbau oder Erneuerbaren Energien, verstärkt auf cashflow basierte Ratings abstellen sollten. Dies sollte insbesondere bei Stadtwerken gelten, deren kommunale Mehrheitsgesellschafter selbst finanziell belastet sind oder wo der kommunale Haftungsverbund und die Durchsetzung der Gesellschaftergarantien im Ernstfall nicht greifen könnte.

³ [Link](#) zur Studie mit dem Titel "Kämmerer blicken mit Sorge in die Zukunft".

⁴ Das indikative Rating bezieht sich auf die Holding Ebene der Stadtwerke. Ein indikatives Rating für andere Unternehmenseinheiten bspw. die Netzgesellschaft kann davon abweichen.



Scope Ratings AG

Headquarters Berlin

Lennéstraße 5
D-10785 Berlin

Phone +49 30 27891 0

London

Suite 407
2 Angel Square
London EC1V 1NY

Phone +44 20 3457 0444

Frankfurt am Main

Rüsterstraße 1
D-60325 Frankfurt

Phone +49 69 97944 754

Madrid

Paseo de la Castellana 95
Edificio Torre Europa
E-28046 Madrid

Phone +34 914 186 973

Paris

21, Boulevard Haussmann
F-75009 Paris

Phone +33 1 53 43 29 89

info@scoperatings.com

www.scoperatings.com

Nutzungsbedingungen / Haftungsausschluss

© 2016 Scope Corporation AG und sämtliche Tochtergesellschaften, einschließlich Scope Ratings AG, Scope Analysis GmbH, Scope Investor Services GmbH (zusammen Scope). Alle Rechte vorbehalten. Die Informationen und Daten, die Scope's Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen und die damit verbundenen Recherchen und Kreditbewertungen begleiten, stammen aus Quellen, die Scope als verlässlich und genau erachtet. Scope kann die Verlässlichkeit und Genauigkeit der Informationen und Daten jedoch nicht eigenständig nachprüfen. Scope's Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen oder damit verbundene Recherchen und Kreditbewertungen werden in der vorliegenden Form ohne Zusicherungen oder Gewährleistungen jeglicher Art bereitgestellt. Unter keinen Umständen haftet Scope bzw. haften ihre Direktoren, leitenden Angestellten, Mitarbeiter und andere Vertreter gegenüber Dritten für direkte, indirekte, zufällige oder sonstige Schäden, Kosten jeglicher Art oder Verluste, die sich aus der Verwendung von Scope's Ratings, Rating-Berichten, Rating-Beurteilungen, damit verbundenen Recherchen oder Kreditbewertungen ergeben. Ratings und andere damit verbundene, von Scope veröffentlichte Kreditbewertungen werden und müssen von jedweder Partei als Beurteilungen des relativen Kreditrisikos und nicht als Tatsachenbehauptung oder Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Wertpapieren angesehen werden. Die Performance in der Vergangenheit prognostiziert nicht unbedingt zukünftige Ergebnisse. Ein von Scope ausgegebener Bericht stellt kein Emissionsprospekt oder ähnliches Dokument in Bezug auf eine Schuldverschreibung oder ein emittierendes Unternehmen dar. Scope publiziert Ratings und damit verbundene Recherchen und Beurteilungen unter der Voraussetzung und Erwartung, dass die Parteien, die diese nutzen, die Eignung jedes einzelnen Wertpapiers für Investitions- oder Transaktionszwecke selbständig beurteilen werden. Scope's Credit Ratings beschäftigen sich mit einem relativen Kreditrisiko, nicht mit anderen Risiken wie Markt-, Liquiditäts-, Rechts- oder Volatilitätsrisiken. Die hierin enthaltenen Informationen und Daten sind durch Urheberrechte und andere Gesetze geschützt. Um hierin enthaltene Informationen und Daten zu reproduzieren, zu übermitteln, zu übertragen, zu verbreiten, zu übersetzen, weiterzuverkaufen oder für eine spätere Verwendung für solche Zwecke zu speichern, kontaktieren Sie bitte Scope Ratings AG, Lennéstraße 5, D-10785 Berlin.