

Ratingobjekt	Ratinginformationen	
EnBW Energie Baden-Württemberg AG Creditreform ID: 7110175411 Gründung: 1997 Sitz: Karlsruhe (Haupt-)Branche: Energieversorgung Vorstand: Dr. Frank Mastiaux, Vorsitzender Thomas Kusterer, Chief Financial Officer Colette Rückert-Hennen, Chief Human Resources Officer Dr.-Ing. Hans-Josef Zimmer, Chief Technical Officer <u>Ratingobjekte:</u> Long-term Corporate Issuer Rating: EnBW Energie Baden-Württemberg AG Long-term Corporate Issuer Rating: EnBW International Finance B.V. Long-term Local Currency Senior Unsecured Issues EnBW International Finance B.V.	Corporate Issuer Rating: A- / stabil	Typ: Initialrating unbeauftragt (unsolicited) Öffentliches Rating
	LT LC Senior Unsecured Issues: A- / stabil	Andere: n.r.
	Erstellt am: 13. April 2021 Monitoring bis: das jeweilige Rating zurückgezogen wird Ratingsystematik: CRA „Rating von Unternehmen“ CRA „Staatsnahe Unternehmen“ CRA „Grundlagen und Prinzipien bei der Erstellung von Ratings“	Ratinghistorie: www.creditreform-rating.de

Zusammenfassung

Unternehmen

Die EnBW Energie Baden-Württemberg AG, Karlsruhe – im Folgenden auch EnBW genannt – ist ein integrierter Energiekonzern und gehört zu den größten Energieversorgern Deutschlands. Das Unternehmen befindet sich fast vollständig im Eigentum der öffentlichen Hand. Die größten mittelbaren Aktionäre sind mit jeweils 46,75% das Bundesland Baden-Württemberg und der Zweckverband Oberschwäbische Elektrizitätswerke. Insofern wird die EnBW im Rahmen dieses Ratings als staatsnahes Unternehmen angesehen.

Die EnBW ist in der Erzeugung, dem Handel, der Übertragung und dem Vertrieb von Strom sowie im Gasbereich tätig. Das Unternehmen fokussiert sich darüber hinaus auf neue Geschäftsfelder, darunter die E-Mobilität und Telekommunikationsnetze. Die EnBW versorgte in 2020 rd. 5,5 Mio. Geschäfts- und Privatkunden mit rd. 216,8 Mrd. kWh Gas und rd. 34,3 Mrd. kWh Strom. Der Konzern betreibt ein Stromübertragungs- und -verteilnetz von rd. 144.000 km Leitungslänge und ein Gasfernleitungs- und -verteilnetz von rd. 26.000 km Leitungslänge. Die Eigenerzeugung des Konzerns betrug rd. 36,6 Mrd. kWh an Strom, davon stammen rd. 32,4% aus erneuerbaren Energien. Der Anteil der erneuerbaren Energien an der installierten Leistung betrug Ende 2020 39%. Bestimmte konventionelle Kraftwerke werden in der Netzreserve zur Gewährleistung der Versorgungssicherheit vorgehalten. Insbesondere aufgrund der Netze und Energieerzeugung sehen wir eine gewisse Systemrelevanz in Bezug auf die EnBW.

Im Geschäftsjahr 2020 hat der EnBW Konzern mit 24.017 Mitarbeitern im Jahresdurchschnitt einen Konzernumsatz von 19.694 Mio. EUR, ein EBIT von 1.103 Mio. EUR und ein EAT von 807 Mio. EUR erzielt.

Ergebnis

Mit dem vorliegenden unbeauftragten, öffentlichen Corporate Issuer Rating von **A-** wird der EnBW AG eine hohe Bonität und ein geringes Ausfallrisiko attestiert. Das Ergebnis basiert zum einen auf den Ergebnissen der Finanzkennzahlenanalyse, als Basis der Ratingeinschätzung, sowie im Wesentlichen auf der Gesellschafterstruktur mit einer gewissen Systemrelevanz sowie unserer generellen Einschätzung zum Geschäftsmodell und der Zukunftsausrichtung des Unternehmens, was sich insgesamt ratingerhöhend ausgewirkt hat. Wir gehen von einer hohen Bereitschaft der relevanten öffentlichen Institutionen aus, die EnBW im Bedarfsfall hinreichend zu unterstützen. Auf das Rating wirkt somit der Faktor Staatsnähe in wesentlicher Ausprägung.

Inhalt

Zusammenfassung	1
Ratingrelevante Faktoren	2
Geschäftsentwicklung und Ausblick ...	5
Strukturrisiko	6
Geschäftsrisiko	8
Finanzrisiko	10
Issue Rating	11
Strukturierte Finanzkennzahlen	13
Anhang	14

Analysten

Christian Konieczny
Lead Analyst
C.Konieczny@creditreform-rating.de

Tim Winkens
Co-Analyst
T.Winkens@creditreform-rating.de

Neuss, Deutschland

Ausblick

Der einjährige Ausblick für das Rating ist **stabil**. Der Ausblick basiert auf unserer Einschätzung zum Geschäftsmodell der EnBW AG. Ein hoher Ergebnisanteil wird in regulierten Märkten erwirtschaftet. Das Unternehmen verfügt des Weiteren über eine signifikante Marktbedeutung und Systemrelevanz. Die COVID-19-Pandemie hatte bislang nur eine wesentliche Auswirkung auf das Finanzergebnis allerdings nicht auf das operative Geschäft. Daher sehen wir die EnBW im Rating weniger von einer langfristigen Entwicklung, sondern allenfalls von vorübergehenden Effekten betroffen. Mögliche Zahlungsausfälle von Debitoren nach dem Auslaufen von staatlichen Unterstützungsmaßnahmen bleiben ein Risiko. Dieses sehen wir für den Konzern als beherrschbar an. Wir erwarten daher derzeit keine Veränderungen des Ratings auf Jahressicht.

Ratingrelevante Faktoren

Tabelle 1: Finanzkennzahlen | Quelle: EnBW Integrierter Geschäftsbericht 2020, strukturiert durch CRA

EnBW Energie Baden-Württemberg AG Ausgewählte Kennwerte der Finanzkennzahlenanalyse Basis: Geschäftsbericht per 31.12. (IFRS, Konzern)	Strukturierte Kennzahlen ¹	
	2019	2020
Umsatz (Mrd. EUR)	19,4	19,7
EBITDA (Mrd. EUR)	2,2	2,7
EBIT (Mrd. EUR)	0,6	1,1
EAT (Mrd. EUR)	0,9	0,8
EAT nach Abführung (Mrd. EUR)	0,7	0,6
Bilanzsumme (Mrd. EUR)	40,9	43,4
Eigenkapitalquote (%)	18,74	18,07
Kapitalbindungsdauer (Tage)	76,16	75,16
Kurzfristige Kapitalbindung (%)	28,23	31,31
Net total debt / EBITDA adj. (Faktor)	15,45	13,47
Zinsaufwand zum Fremdkapital (mod.) (%)	1,91	2,02
Gesamtkapitalrendite (%)	2,45	2,57

Hinweis

Die in diesem Abschnitt angegebenen ratingrelevanten Faktoren (Key-Driver) basieren wesentlich auf internen Analysen und Evaluierungen im Rahmen des Ratingprozesses und darauf abgeleiteten eigenen Einschätzungen der am Rating beteiligten Analysten und ggf. der weiteren Komiteemitglieder. Die wesentlichen externen Quellen, die dabei herangezogen wurden, sind im Anhang unter den Abschnitten „Regulatorik“ und „Vorschriften für die Gestaltung von Ratings und Ratingausblicken“ angegeben.

Auszüge aus der

Finanzkennzahlenanalyse 2020:

- + Geschäftswachstum
- + Margenverbesserung
- + EBIT und EBITDA Entwicklung
- + ROCE

- Überproportionaler Bilanzsummenanstieg
- Entwicklung sonstiger betr. Erträge und Aufwendungen
- Finanzergebnis
- Quote der Zahlungsmittel
- Kapitalbindungsdauer
- Net total Debt / EBITDA adj.
- Dyn. Entschuldungsdauer
- EBIT Interest Coverage

¹ Originäre Konzernabschlüsse werden von der CRA für analytische Zwecke in eine strukturierte Form überführt. So werden z.B. bei der Berechnung des analytischen Eigenkapitals die aktiven latenten Steuern, bilanzierte Firmenwerte (teilweise oder vollständig) und die selbsterstellten immateriellen Vermögensgegenstände abgezogen sowie die passiven latenten Steuern hinzugerechnet. Im Vorliegenden Fall haben wir einen Teil der Hybridanleihen ins Eigenkapital überführt. Das Net total debt berücksichtigt sämtliche bilanziellen Verbindlichkeiten. Die hier dargestellten Kennwerte weichen deshalb regelmäßig von den originären Werten der Unternehmen ab.

Allgemeine Ratingfaktoren zeigen die wichtigsten Elemente auf, welche sich, nach Meinung der Analysten zum Ratingzeitpunkt, grundsätzlich bzw. langfristig positiv (+) oder negativ (-) auf das Rating auswirken.

Allgemeine Ratingfaktoren

- + Aufgrund der Gesellschafterstruktur und Systemrelevanz staatsnahes Unternehmen
- + Nachhaltiges Geschäftsmodell und hoher Anteil von reguliertem Geschäft
- + Größe und Marktstellung im deutschen Energiemarkt
- + Nachgewiesene Kapitalmarktfähigkeit
- Nur durchschnittliches Ergebnisniveau der Finanzkennzahlenanalyse
- Hohe Rückstellungen aufgrund des Atomausstiegs und für Pensionsverpflichtungen
- Risiken (wenn auch begrenzt) aus (geo-)politischen, regulatorischen und konjunkturellen Entwicklungen
- Risiken (wenn auch begrenzt) aus Rohstoffpreis-, Währungskurs- und Zinsentwicklung
- Zunehmende Energieertragsschwankungen durch den Ausbau der erneuerbaren Energien
- Sicherheits- und Umweltrisiken
- Im internationalen Bereich mittelgroß und bislang überwiegend regional ausgerichtet

Aktuelle Ratingfaktoren

Aktuelle Ratingfaktoren zeigen die wesentlichen Faktoren auf, die neben den allgemeinen Ratingfaktoren einen Einfluss auf das Rating haben.

- + In 2020 keine wesentliche Beeinträchtigung des operativen Geschäftes durch COVID-19
- + Überwiegend erfolgreiche Umsetzung der Strategie EnBW 2020 und damit fortschreitender Umbau des Unternehmens zu mehr Nachhaltigkeit
- + Eingang der Ausgleichzahlung auf das EEG-Konto i.H.v. 765,0 Mio. EUR
- Verbleibende Risiken aus dem weiteren Verlauf der COVID-19-Pandemie, gerade mit Hinblick auf mögliche Zahlungsausfälle im B2B-Bereich nach dem Auslaufen staatlicher Unterstützung

Prospektive Ratingfaktoren

Prospektive Ratingfaktoren zeigen auf, welche Elemente sich, nach Meinung der Analysten zum Ratingzeitpunkt, stabilisierend oder ratingerhöhend (+) bzw. dämpfend oder ratingmindernd (-) in der Zukunft auswirken können, wenn sie eintreten würden. Es könnten jedoch auch Sachverhalte auftreten, die in dieser Darstellung nicht enthalten sind, deren Wirkung wegen Unbestimmtheit oder angenommener Unwahrscheinlichkeit zum Ratingzeitpunkt nicht hinreichend abgeschätzt werden kann. Die Aufstellung erhebt daher keinen Anspruch auf Vollständigkeit hinsichtlich aller möglichen ratingrelevanten Zukunftseignisse.

- + Verbesserung der Ergebnisse der Finanzkennzahlenanalyse
- + Ausweitung des internationalen Geschäfts (Diversifikation)
- + Signifikanter Anstieg der Unternehmensgröße
- + Merkliche Fortschritte im Umbau des Konzerns zur Nachhaltigkeit
- Verschlechterung der Ergebnisse der Finanzkennzahlenanalyse
- Veränderung unserer Einschätzung zur Staatsnähe
- Verlust der Konzessionen im Segment Netze (Systemrelevanz)
- Sinkende Marktpreise der Finanzanlagen
- Diskontierungszins bei den Pensionsrückstellungen
- Negativer Einfluss aufgrund eines strengeren regulatorischen Rahmenwerks und Vergütungsmechanismen
- Nichterteilung oder Verzögerung von Genehmigungen

ESG-Faktoren

CRA bezieht bei der Beurteilung des Ratinggegenstandes ESG-relevante Faktoren (Umwelt, Soziales und Governance) grundsätzlich ein. Im Fall von EnBW haben wir keinen ESG-Faktor mit signifikantem Einfluss identifiziert.

Als integrierter Energiekonzern mit einem noch überwiegenden Anteil konventioneller Energieträger ist die EnBW erhöhten Risiken in Bezug auf die Nachhaltigkeit ausgesetzt. Dies könnte sich in Zukunft zunächst auf das Geschäftsrisiko und mittelbar auch finanziell negativ auf den Konzern auswirken. Allerdings erkennen wir eine klare und glaubhafte Strategie der EnBW diese Risiken zu reduzieren und den Anteil der erneuerbaren Energien an der installierten Leistung gemäß langfristiger gesellschaftlicher und politischer Ziele zu erhöhen. Nach den veröffentlichten Angaben der EnBW zeigt sich in Bezug auf die produzierte ökologische Energiemenge ein unterdurchschnittlicher Wert in Bezug auf den bundesdeutschen Durchschnitt an. Hinsichtlich der Kennzahlen zum CAPEX in diesem Bereich wird eine deutlich positive Entwicklung mit Blick auf diesen Aspekt angezeigt.

Die EnBW hat im Oktober 2020 ein 25-Punkte-Nachhaltigkeitsprogramm verabschiedet. Wir sehen daher das Bestreben den Konzern ganzheitlich auf die Erfordernisse eines nachhaltigen Wirtschaftens in den unterschiedlichen Geschäftsbereichen anzupassen. Erwähnenswert ist, dass die EnBW Mitglied in der Arbeitsgruppe „Technical expert group on sustainable finance (TEG)²“, war und das die EnBW nach dem aktuellen Entwurf der entsprechenden EU-Taxonomie berichtet. In diesem Zusammenhang ist es das Ziel des Konzerns bis zum Jahr 2030 die CO₂-Emissionen im Vergleich zum Basisjahr 2018 zu halbieren und bis 2035 vollständig klimaneutral zu werden. Die bisherige Steigerung des Anteils an erneuerbaren Energien an der Gesamtkapazität der Stromerzeugung und das Engagement bei grünen Finanzierungen sind Beispiele für Anstrengungen auf dieses Ziel hinzuarbeiten und wirken einer Herabstufung, was sich aus den hohen CO₂-Emissionen ergeben würde, im Faktor Environmental bislang entgegen.

Eine für die Creditreform Rating AG allgemeingültige Beschreibung sowie eine für Corporate Ratings gültige Beschreibung zum Verständnis und der Beurteilung von ESG-Faktoren im Rahmen des Credit-Rating-Prozesses finden sich hier:

<https://creditreform-rating.de/de/wir-ueber-uns/regulatorische-anforderungen.html?file=files/content/downloads/Externes%20Rating/Regulatorische%20Anforderungen/DE/Ratingmethoden%20DE/The%20Impact%20of%20ESG%20Factors%20on%20Credit%20Ratings.pdf>

Best-Case-Szenario: A

In unserem Best-Case-Szenario für ein Jahr nehmen wir ein Rating von A an. Für ein Upgrade wäre eine deutliche Verbesserung der Ergebnisse der Finanzkennzahlenanalyse notwendig unter der Voraussetzung, dass nachvollziehbare Fortschritte in Hinblick auf den Energiemix erzielt werden.

Worst-Case-Szenario: BBB+

In unserem Worst-Case-Szenario für ein Jahr nehmen wir ein Rating von BBB+ an. Dieses Szenario sieht Verzögerungen bei der Umsetzung der Strategie EnBW 2025 vor und damit einen Verzug des Konzernumbaus in Richtung Nachhaltigkeit. Dadurch würden die ESG-Risiken für das Unternehmen ansteigen. Änderungen bei der aktuellen Eigentümerstruktur könnten zu einem Downgrade führen. Zudem wäre eine nachhaltige Verschlechterung des Finanzkennzahlenniveaus ein potenzieller Ratingtreiber.

² Siehe auch: [Technical expert group on sustainable finance \(TEG\) | EU-Kommission \(europa.eu\)](#)

ESG-Faktoren sind Faktoren, die in Beziehung zu Umwelt, Soziales und Unternehmensführung stehen. Für nähere Informationen verweisen wir auf den Link unter „Regulatorik“. CRA bezieht bei der Beurteilung des Ratingobjektes ESG-relevante Faktoren grundsätzlich ein und weist diese aus, wenn sie einen signifikanten Einfluss auf die Kreditwürdigkeit haben mit Auswirkung auf das Ratingergebnis oder den Ausblick.

Hinweis:

Die dargestellten Szenarien basieren auf dem Informationsstand zum Erstellungsdatum des Ratings. Innerhalb des Prognosezeitraums können Sachverhalte auftreten, die eine Ratinganpassung außerhalb des hier aufgezeigten Bereiches notwendig machen.

Geschäftsentwicklung und Ausblick

Nachdem die EnBW im Geschäftsjahr 2019, bei rückläufigen Umsätzen, ein zum Vorjahr merklich angestiegenes Konzern-Jahresergebnis von 904,30 Mio. EUR vorweisen konnte (2018: 467,6 Mio. EUR), zeigte sich der Konzern im Geschäftsjahr 2020 operativ von den Auswirkungen der COVID-19-Pandemie wenig betroffen. So stiegen die Umsatzerlöse leicht um rd. 1,3% im Vergleich zum Vorjahr auf 19.694,30 Mio. EUR, an. Bereinigt um Effekte, die sich aus Änderungen des Konsolidierungskreises ergeben haben, sanken die Umsatzerlöse um 3,5%. Der Stromabsatz (ohne Netze) sank moderat bei den Privat- und Gewerbekunden (-3,4%), den Geschäfts- und Industriekunden (-2,4%) und im Handel deutlich (-37,8%). Die Veränderungen der Handelsaktivitäten haben allerdings wegen der vergleichsweise geringen Marge keinen signifikanten Einfluss auf das Ergebnis. Der Gasabsatz (ohne Netze) stieg mit 22% deutlich an. Neben einem Anstieg der Handelsaktivitäten war dafür der Kauf der Gas-Union durch den Tochterkonzern VNG verantwortlich. Dadurch stieg der Absatz bei den Geschäfts- und Industriekunden um 20,3% im Vergleich zum Vorjahr. Bereinigt um Effekte, die sich aus Änderungen des Konsolidierungskreises ergeben haben, stieg der Gasabsatz um 12,4%.

Tabelle 2: Geschäftsentwicklung der EnBW Energie Baden-Württemberg AG | Quelle: EnBW Integrierter Geschäftsbericht 2020, eigene Darstellung

EnBW Energie Baden-Württemberg AG				
in Mio. EUR	2019	2020	Δ	Δ %
Umsatz	19.435,60	19.694,30	258,70	1,33%
EBITDA	2.246,10	2.664,10	418,00	18,61%
EBIT	597,40	1.103,30	505,90	84,68%
EBT	902,20	1.002,60	100,40	11,13%
EAT	904,30	807,60	-96,70	-10,69%

Der Rohertrag stieg deutlich um 1.501,60 Mio. EUR auf 5.591,90 Mio. EUR an. Verantwortlich dafür waren geringere Materialaufwendungen durch den Rückgang des margenschwachen Handelsgeschäftes. Der Saldo aus den sonstigen betrieblichen Erträgen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen sank um 911,90 Mio. EUR im Vergleich zum Vorjahr auf -749,10 Mio. EUR. Dies ist hauptsächlich auf Bewertungseffekte bei Derivaten und geringeren realisierten Erlösen bzw. höheren Aufwendungen bei CO₂-Zertifikaten zurückzuführen. Der Personalaufwand stieg neben Tarifierhöhungen vor allem durch den Personalaufbau in den wachsenden Bereichen der erneuerbaren Energien und im Segment Netze.

Das Finanzergebnis sank um 405,50 Mio. EUR im Vergleich zum Vorjahr auf -100,70 Mio. EUR. Das Beteiligungsergebnis fiel insbesondere durch den Entfall des positiven Vorjahreseffektes aus der Neubewertung der Anteile am Off-Shore Windpark EnBW Hohe See, die durch die Umstellung der Konsolidierungsmethode bedingt war. Positiv wirkten sich eine Zuschreibung auf das Gemeinschaftsunternehmen in der Türkei und die Neubewertung der Anteile an der EnBW Albatros (ebenfalls Off-Shore Windpark) aus. Der Zinssaldo aus sonstigen Zinsen und ähnliche Erträge und Zinsen und ähnliche Aufwendungen verringerte sich um 211,2 Mio. EUR auf -307,0 Mio. EUR. Hierfür waren vor allem niedrigere Erträge bzw. höhere Aufwendungen aus erfolgswirksam zum beizulegenden Zeitwert bewertete Finanzprodukte verantwortlich. Der Wegfall des im Vorjahr hohen Rückgangs beim Diskontierungszinssatzes auf Pensionsrückstellungen und Kernenergie wirkte sich teilweise kompensierend aus.

Tabelle 3: Geschäftsentwicklung der EnBW Energie Baden-Württemberg AG nach Segmenten und Produkten | Quelle: Integrierter Geschäftsbericht 2020

EnBW Energie Baden-Württemberg AG nach Segmenten und Produkten in 2020				
in Mio. EUR	Vertrieb	Netze	Erneuerbare Energien	Erzeugung und Handel
Umsatz mit Dritten	9.964,9	3.657,5	1.044,0	5.019,8
davon Strom	5.090,9	2.141,0	920,8	2.407,3
davon Gas	4.282,6	602,9	9,2	2.184,8
Energie- und Umweltdienstleistungen/Sonstiges	585,0	625,3	114,0	427,7
Sonstiger Umsatz	6,4	288,3	0,0	0,0
Operatives Ergebnis	53,4	668,6	420,7	20,0

Das EBT fiel mit 1.002,60 Mio. EUR um 11,1% höher als im Vorjahr aus. Durch steuerliche Betriebsprüfungen und geänderten Steuerveranlagungen erhöhten sich die Steuern auf Einkommen und Ertrag von -2,1 Mio. EUR im Vorjahr auf 195,0 Mio. EUR in 2020. Dadurch fiel das EAT mit 807,60 Mio. EUR um rd. -10,7% niedriger aus.

Für das Geschäftsjahr 2021 erwartet das Unternehmen ein Adjusted EBITDA (bereinigt um neutrales Ergebnis) in der Bandbreite von 2.825 bis 2.975 Mio. EUR ausweisen zu können. Dies entspräche einer Steigerung von 1,6% bis 7,0%. In Folge einer strukturellen Veränderung in 2021 (siehe Kapitel „Strukturrisiko“), wird die Berichterstattung auf die neu zusammengefassten strategischen Geschäftsfelder angepasst. Dabei soll vor allem der Anteil des Geschäftsfelds „Nachhaltige Erzeugungsinfrastruktur“, durch den Ausbau der erneuerbaren Energien, höhere Winderträge und eine nachhaltig gute Handelsperformance, wachsen und zwischen 45% bis 55% Anteil am Ergebnis betragen.

Durch seine Innenfinanzierungskraft, bei zufriedenstellender Liquiditätssituation und freien Kreditlinien, sehen wir den Konzern vor allen aufgrund seiner soliden Kapitalmarktfähigkeit, die wir durch die Staatsnähe entscheidend unterstützt sehen, finanziell hinreichend abgesichert, um den Zukunftsaufgaben und Investitionserfordernissen nachkommen zu können.

Mit Blick auf das Rating sehen wir eine Seitwärtsbewegung in Bezug auf die für analytische Zwecke abgeleiteten Finanzkennzahlen der EnBW, wobei wir insbesondere die Entwicklung der Rohertragsmarge positiv werten. Wir sehen den Konzern in seinen Bemühungen sich innovativ bzw. zeitgemäß auszurichten und sich dabei zunehmend auf erneuerbare Energien und elektrifizierte Mobilität zu fokussieren, auf einem aussichtsreichen Weg.

Strukturrisiko

Die EnBW AG ist die Muttergesellschaft des EnBW-Konzerns, welcher ein horizontal und vertikal integrierter Energiekonzern ist, der sich auf Wachstumsfelder wie den Ausbau der erneuerbaren Energien und neue Geschäftsfelder wie E-Mobilität und Telekommunikationsnetze fokussiert. Der Konzern besteht aus 217 vollkonsolidierten Unternehmen, 22 at-equity bewertete Gesellschaften und drei gemeinschaftlichen Tätigkeiten.

Der Konzern wird über Geschäfts- und Funktionseinheiten geführt. Die bisherigen Geschäftseinheiten, bilden die Kernaktivitäten entlang der energiewirtschaftlichen Wertschöpfungskette ab. Diese gliedern sich in vier operative Segmente: „Vertriebe“, „Netze“, „Erneuerbare Energien“ sowie „Erzeugung und Handel“. Im Zuge der „Strategie EnBW 2025“ wird ab 2021 der Konzern in den drei strategischen Geschäftsfeldern: „Intelligente Infrastruktur für Kunden“ (bisher: Vertriebe und Infrastrukturgeschäft jenseits von Energie), „Systemkritische Infrastruktur“ (bisher:

Netze) und „Nachhaltige Erzeugungsinfrastruktur“ (bisher: Erneuerbare Energien und Erzeugung und Handel) organisiert um den Infrastrukturaspekt verstärkt in den Fokus zu rücken. Die Funktionaleinheiten nehmen konzernweite Unterstützungs- und Governance-Aufgaben wahr.

Die EnBW hat im Geschäftsjahr 2020 rd. 5,5 Mio. Geschäfts- und Privatkunden mit rd. 216,8 Mrd. kWh Gas und rd. 34,3 Mrd. kWh Strom versorgt. Der Konzern betreibt ein Stromübertragungs- und -verteilnetz von rd. 144.000 km Leitungslänge und ein Gasfernleitungs- und -verteilnetz von rd. 26.000 km Leitungslänge. Die Eigenerzeugung des Konzerns betrug im Jahr 2020 rd. 36,6 Mrd. kWh, davon stammten rd. 32,4% aus erneuerbaren Energien. Der Anteil der erneuerbaren Energien an der installierten Leistung beträgt 39%. Nach Angaben des Fraunhofer-Instituts für Solare Energiesysteme ISE hat sich der Anteil der erneuerbaren Energien an der Nettostromerzeugung in Deutschland von 46% in 2019 auf 50,5% in 2020 erhöht. Mit einem Anteil von 27% bleibt die Windkraft an dieser Art der Stromerzeugung die führende Energiequelle³. Somit erscheint die EnBW mit Blick auf diese Daten noch einen gewissen Nachholbedarf nutzen zu können. Bestimmte konventionelle Kraftwerke werden in der Netzreserve zur Gewährleistung der Versorgungssicherheit vorgehalten. Besonders aufgrund der Netze und Energieerzeugung sehen wir eine gewisse Systemrelevanz bei der EnBW.

Die größten Aktionäre der EnBW sind mit gleichen Anteilen von jeweils 46,75%, das Bundesland Baden-Württemberg, welches mittelbar über seine Tochtergesellschaft NECKARPRI GmbH und deren Tochter NECKARPRI-Beteiligungsgesellschaft mbH Anteile hält, sowie die OEW Energie-Beteiligungs GmbH. Die OEW Energie-Beteiligungs GmbH befindet sich ihrerseits im vollständigen Besitz des Zweckverband Oberschwäbische Elektrizitätswerke (einer Körperschaft öffentlichen Rechts), an der neun Kommunen beteiligt sind. Weitere Anteilseigner an der EnBW sind kleinere Kommunalgesellschaften. Ein geringer Anteil von rd. 0,4% befindet sich im Streubesitz.

Aufgrund unserer Einschätzung zur unmittelbaren und mittelbaren Gesellschafterstruktur sowie einer erkennbaren Systemrelevanz der EnBW wurde die Sub-Systematik zum „Unternehmensrating“, „staatsnahe Unternehmen“ angewendet. Dies hat einen merklich positiven Einfluss auf die Ratingeinschätzung. Ein Sub-Sovereign Rating über das Bundesland Baden-Württemberg sowie zu den kommunalen Eigentümern wurde seitens der Creditreform Rating AG nicht erstellt. Die Bonitätseinschätzung leiten wir jedoch, unter teilweiser Anwendung von Abschlägen, aus dem Sovereign Rating der Creditreform Rating AG zur Bundesrepublik Deutschland ab. Dieses wurde am 24.04.2020 mit AAA/stabil aktualisiert. Das Ergebnis dieser Analyse macht ein Sub-Sovereign Rating der höchsten Kategorien für das Land Baden-Württemberg wahrscheinlich, was annähernd auch für die kommunalen Eigentümer zutrifft woraus wir ein positives Notching auf das Stand-Alone Rating der EnBW ableiten.

Das Strukturrisiko der EnBW beurteilen wir, mit Ausnahme einer im Branchenvergleich geringen Größe zu vergleichbaren von uns beurteilten Unternehmen des europäischen Energiesektors und der eingeschränkten regionalen Diversifizierung, als gering ein. Das Unternehmen ist hauptsächlich in Deutschland und teils den europäischen Nachbarstaaten tätig. Insbesondere im Heimatmarkt messen wir der EnBW vor allem in den Geschäftsfeldern Systemkritische Infrastruktur und Nachhaltige Erzeugungsinfrastruktur eine gewisse Systemrelevanz bei. Aufgrund dieser und der ermittelten Staatsnähe gehen wir davon aus, dass im Bedarfsfall die relevanten mittelbaren Anteilseigner finanzielle Unterstützung in hinreichender Weise leisten würden. Dies wirkt sich rating erhöhend aus.

³www.ise.fraunhofer.de/de/presse-und-medien/news/2020/nettostromerzeugung-in-deutschland-2021-erneuerbare-energien-erstmalig-ueber-50-prozent.html

Geschäftsrisiko

Die EnBW AG ist ein integrierter Energiekonzern der von der Erzeugung, dem Handel, der Übertragung und dem Vertrieb alle Geschäftstätigkeiten im Strom- und Gasbereich ausführt (außer Erzeugung von Gas, der Bereich Exploration und Produktion wurde in 2018 veräußert). Das Unternehmen fokussiert sich darüber hinaus auf neue Geschäftsfelder, darunter die E-Mobilität und Telekommunikationsnetze.

Die in 2013 entwickelte Strategie EnBW 2020 sollte das Unternehmen an die Anforderungen der Energiewende in Deutschland ausrichten und umfasste vier finanzielle und sechs nichtfinanzielle Ziele in den fünf Dimensionen: „Finanzen“, „Strategie“, „Kunden/-innen und Gesellschaft“, „Umwelt“ und „Mitarbeiter/-innen“, die an zwölf Top-Leistungskennzahlen gemessen werden. Nach diesen wurde das Unternehmen in den vergangenen acht Jahren gesteuert. Dabei wurden im entscheidenden Geschäftsjahr 2020 von den insgesamt zwölf Kennzahlen acht erreicht. Die nichtfinanziellen Kennzahlen Kundenzufriedenheit der Marke EnBW und der Marke Yello sowie die installierte Leistung erneuerbare Energien (Ziel: 5,0 GW, Ist: 4,9 GW) und Anteil der erneuerbaren Energien an der Erzeugungskapazität (Ziel: >40%, Ist: 39,0%) wurden knapp verfehlt. Bei der Finanzkennzahl ROCE wurde der Zielwert 2020 von 8,5% - 11% mit 6,3% deutlich unterschritten, wobei wir den erreichten Kennzahlenwert für zufriedenstellend halten.

Bei den im Zuge der Strategie EnBW 2020 erfolgreich umgesetzten Zielen bzw. Kennzahlen sind die Sicherung der Ertragskraft, mit einem Adjusted EBITDA i.H.v. 2,8 Mrd. EUR in 2020 und damit 12% über dem oberen Ende der gesetzten Zielbandbreite von 2,3 – 2,5 Mrd. EUR und die Reduzierung der CO₂-Intensität um 38,6% anstelle von -15% bis -20% im Vergleich zum Basisjahr 2015, besonders nennenswert.

Im Anschluss an die ausgelaufene Strategie 2020 wurde die neuentwickelte Strategie EnBW 2025 vorgestellt. Danach möchte der Konzern weiterwachsen und sein operatives Ergebnis auf 3,2 Mrd. EUR Adjusted EBITDA für 2025 steigern. Dies entspräche einer Steigerung von rd. 14,3% im Vergleich zum Geschäftsjahr 2020 bzw. 2,7% CAGR. Die Segmente sollen ab dem Geschäftsjahr 2021 in Geschäftsfeldern neu organisiert werden. Die Geschäftsfelder „Nachhaltige Erzeugungsinfrastruktur“ und „Systemkritische Infrastruktur“ sollen jeweils 1,3 Mrd. EUR (rd. 40%) zum operativen Ergebnis beitragen und das Geschäftsfeld „Intelligente Infrastruktur für den Kunden“ 0,6 Mrd. EUR (rd. 20%). Die Leistungskennzahlen bleiben dabei bis auf zwei Ausnahmen die gleichen. Die Zielwerte wurden für 2025 entsprechend angepasst.

Da die EnBW AG im Konzernabschluss 2020 die Geschäftsfelder zum letzten Mal in Segmenten berichtete, gehen wir auf die einzelnen Geschäftsaktivitäten in dieser Struktur ein:

Vertriebe

Das Segment ist für den Vertrieb von Strom, energiewirtschaftlichen Dienstleistungen und Energielösungen zuständig. Darunter fallen Energieliefer- und Einsparcontracting, in Form kommunale Kooperationen z.B. mit Stadtwerken. Außerdem gehört die Schnellladeinfrastruktur, durch das von EnBW und SMATRICS gegründete Joint Venture, sowie, durch die Übernahme von Plusnet in 2019, die Breitbandaktivitäten im Telekommunikationsgeschäft zu diesem Segment. Vor allem Reputationsrisiken können in diesem Bereich auftreten. Durch die Kontrolle anhand von verschiedenen Kennzahlen der Unternehmensziele Reputation, „Nahe am Kunden“ und Versorgungszuverlässigkeit, sehen wir die Risiken hinreichend gemonitored und gesteuert.

Netze

Die EnBW arbeitet an dem Transport und der Verteilung von Strom und Gas sowie dem Aufbau von Hochspannungs-Gleichstrom-Übertragung (HGÜ)-Verbindungen sowie deren Instandhaltung. Außerdem werden Netz nahe Dienstleistungen erbracht und die Wasserversorgung in einigen Kommunen betrieben. Die Gewährleistung der Versorgungssicherheit und Systemstabilität ist eine Notwendigkeit. Die EnBW arbeitet an Projekten, die den Transport von erneuerbaren Energien vom Norden Deutschlands in den Süden ermöglichen sollen. Des Weiteren werden Investitionen für die Netzintegration der E-Mobilität sowie die Zukunftsfähigkeit der Netze im

Allgemeinen getätigt, woraus sich eine hohe Kapitalintensität ergibt. Wir sehen das Geschäftsrisiko in diesem Segment durch regulierte Tarifsysteime im Stromnetz und Gasnetzbereich als gering an.

Erneuerbare Energien

Das Segment Erneuerbare Energien beschäftigt sich mit der Projektentwicklung, der Projektierung, dem Bau und dem wirtschaftlichen Betrieb von Erzeugungsanlagen auf Grundlage erneuerbarer Energien. Dazu gehören konzernerneigene als auch unternehmensfremde Anlagen. Durch den Bau von größeren Offshore-Windparks sehen wir die Projektrisiken als erhöht an. Die EnBW verfolgt in diesem Bereich zusätzlich die Strategie der selektiven Internationalisierung. Der Konzern möchte dabei sein in den letzten Jahren gesammeltes Knowhow in der Projektentwicklung und dem Betreiben von neuerrichteten Anlagen nutzen um damit in ausgewählte Märkte, wie Großbritannien, Taiwan und den USA einzusteigen. Durch den bisher geringen Umfang dieser Aktivitäten im Vergleich zu den Gesamtaktivitäten des Konzerns sowie dem Risikoprofil der einzelnen Länder sehen wir kein wesentliches Länderrisiko für den Konzern. Abhängig von unserer Einschätzung zu den Länderrisiken, kann sich aus der Ausweitung der geographischen Diversifikation eine veränderte Ratingeinschätzung ergeben. Durch den höheren Anteil an erneuerbaren Energien am Gesamtportfolio werden Energieertragsschwankungen in Zukunft einen höheren Einfluss auf das Konzernergebnis haben. Das Unternehmen bietet des Weiteren Beteiligungsmodelle für Kommunen und Bürger an Projekten in erneuerbare Energien an.

Erzeugung und Handel

Das Segment Erzeugung und Handel umfasst die Beratung, den Bau, Betrieb und Rückbau von thermischen Erzeugungsanlagen sowie die Speicherung von Gas und den Handel von Strom und Gas. Des Weiteren werden Systemdienstleistungen bereitgestellt und das Gas-Midstream-Geschäft betrieben. Den Großteil der installierten Leistung des Erzeugungsportfolios machen noch konventionelle Energien wie Braun- und Steinkohle (34,8%) sowie Kernkraft (9,8%) aus. Hier sehen wir Risiken durch eventuelle Verzögerungen beim Umstieg auf erneuerbare Energien sowie unerwartete Kostensteigerungen beim Rückbau, insbesondere bei den Atomkraftwerken, welche die aktuellen Rückstellungen übersteigen könnten. Zu den Aktivitäten dieses Segmentes gehören außerdem die Entsorgung/Umweltdienstleistungen, die Direktvermarktung von Erneuerbaren Energien und das Vorhalten der in die Netzreserve überführten Kraftwerke zur Gewährleistung der Versorgungssicherheit.

Wir sehen das Geschäftsrisiko des EnBW Konzerns kurzfristig als gering und mittel- bis langfristig als erhöht an. Die Produkte dienen der Grundversorgung. Erdgas wird, aufgrund seiner vergleichsweise geringen CO₂-Emissionen unter den fossilen Energieträgern, eine wichtige Brückentechnologie bleiben, voraussichtlich langfristig allerdings, aufgrund der Dekarbonisierungsstrategie der auf bundesdeutscher und europäischer Ebene, seine heute bestehende Bedeutung als Energieträger verlieren. Die EnBW reduzierte unserer Ansicht nach, durch den Verkauf der Explorations- und Produktionssparte für Erdgas in 2018 sowie durch die Arbeit an der Entwicklung von CO₂-neutralen Gasen (Power-to-Gas), für die das bisherige Gasnetz genutzt werden könnte, langfristige Risiken für diesen Bereich und schafft gleichzeitig neue Geschäftsmöglichkeiten. Generell können für einen integrierten Energiekonzern langfristige Risiken vor allem durch einen fehlenden bzw. unzureichenden Konzernumbau auf Nachhaltigkeit entstehen. Durch die selbstgesteckten Unternehmensziele und deren bisherige Umsetzung sowie gute Messbarkeit sehen wir diese Risiken zurzeit allerdings als gering an. Aufgrund der COVID-19-Pandemie kam es zu staatlichen Stützungsmaßnahmen für Unternehmen, die besonders von den wirtschaftlichen Auswirkungen betroffen sind. Es verbleiben Risiken, dass es mit einem Auslaufen dieser Maßnahmen zu Zahlungsausfällen kommt. Wir sehen allerdings diese Risiken für die EnBW als beherrschbar an.

Finanzrisiko

Für analytische Zwecke hat die Creditreform Rating AG die ursprünglichen Werte der Konzernabschlüsse im Rahmen ihrer Finanzkennzahlenanalyse strukturiert. Die EnBW hat zum Bilanzstichtag am 31.12.2020 einen vergleichsweise hohen Anteil i.H.v. 3.455,4 Mio. EUR an Nachranganleihen ausstehen. Je nach Restlaufzeit bis zum ersten möglichen Kündigungsdatum werden diese von uns ganz oder anteilig dem analytischen Eigenkapital angerechnet. Es kommt dadurch, neben anderen Anpassungen, zu Veränderungen bei der analytischen Eigenkapitalquote im Vergleich zum originären Kennwert. Die analytische Eigenkapitalquote lag zum letzten Bilanzstichtag bei 18,1% (Vorjahr: 18,7%), was wir wegen der um 2.526,7 Mio. EUR gestiegenen analytischen Bilanzsumme vergleichsweise als zufriedenstellend ansehen. Allerdings beurteilen wir das grundsätzliche Niveau der Eigenkapitalquote als verbesserungswürdig. Maßgeblich für die gestiegene Bilanzsumme sind einerseits die wachstumsinduzierte Ausweitung des Sachanlagevermögens und andererseits der Anstieg der Forderungen (Umlaufvermögen) zum 31.12.2020 was sich aus dem EEG-Ausgleichskonto speist. Die Anlagenintensität liegt bei 67,6%, was branchenbedingt im Erwartungsbereich liegt. Der Deckungsgrad des Anlagevermögens liegt bei 86,0%. Wir sehen sowohl bei der Eigenkapitalquote als auch dem Deckungsgrad des Anlagevermögens noch Verbesserungspotenzial.

Die EnBW weist mit 13,47 eine hohe Ausprägung der Kennzahl Net total debt zu EBITDA adj. aus, bei der wir das gesamte bilanzielle Fremdkapital zum adjustierten EBITDA ins Verhältnis setzen. Allerdings hat sich der Faktor über die letzten zwei Jahre deutlich verbessert (2018: 16,27; 2020: 13,47). Für das Niveau sind vor allem Rückstellungen i.H.v. 16.283,0 Mio. EUR verantwortlich. Davon machen langfristige Rückstellungen im Kernenergiebereich und Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen den Hauptteil aus. Um in Zukunft allen Pensions- und Kernenergieverpflichtungen fristgerecht nachzukommen, hat die EnBW AG ein Asset-Liability-Management-Modell erstellt⁴, bei dem bei noch aktueller Unterdeckung, unter Berücksichtigung der heute verfügbaren Finanzanlagen, höchstens 300 Mio. EUR jährlich dem operativen Geschäft entnommen werden sollen. Eine 100% Deckung der Verpflichtungen durch Finanzanlagen wird für 2036 erwartet. Negativ auf die Kennzahl Net total debt / EBITDA adj. wirkten die reduzierten Diskontierungssätze. Stichtagsbezogen nachteilig wirkte sich die signifikante Zunahme der EEG-Forderungen aus. So bestand auf dem EEG-Konto eine Unterdeckung i.H.v. 629,3 Mio zum Bilanzstichtag. Am 11. Januar erfolgte eine Ausgleichszahlung der Bundesrepublik Deutschland i.H.v. 765,0 Mio. EUR. Die EnBW rechnet für das Geschäftsjahr 2021 mit einer durchgängig positiven Entwicklung auf dem EEG-Konto und mit einem positiven Kontoendbestand, welcher sich günstig auf die Nettoverschuldung auswirken sollte. Wir erwarten daher für das Berichtsjahr 2021, dass die Kennzahl Net total debt / EBITDA adj., sowohl durch eine sinkende Nettoverschuldung im Zähler als auch durch die Wachstumsstrategie des Konzerns ein höheres EBITDA adj. im Nenner, ceteris paribus sinken wird.

Zur Unternehmensfinanzierung stehen der EnBW verschiedene Finanzinstrumente zur Verfügung. Zum Bilanzstichtag am 31.12. 2020 verfügte der Konzern über ein Debt Issuance Programm (DIP), welches zuletzt am 30. April 2020 aktualisiert wurde. Das Gesamtvolumen des DIP beträgt 7 Mrd. EUR, von dem 3,7 Mrd. EUR genutzt wurden. Des Weiteren standen Nachranganleihen von über 3,5 Mrd. EUR aus. Für kurzfristige Finanzierungszwecke steht der EnBW ein Commercial-Paper-Programme, zuletzt aktualisiert am 20. Juli 2017, über 2 Mrd. EUR zur Verfügung, welches zum Jahresende 2020 ungenutzt war. Darüber hinaus bestehen bilaterale und syndizierte Kreditlinien von insgesamt 2,7 Mrd. EUR, davon wurden nur 0,3 Mrd. EUR genutzt. Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten betragen insgesamt 1,7 Mrd. EUR zum Jahresende. Die sonstigen Finanzverbindlichkeiten beliefen sich auf 0,7 Mrd. EUR und enthalten vor allem Schuldscheindarlehen, sonstige Darlehen sowie andere vertragliche Verpflichtungen. Wir halten das Anleihefälligkeitsprofil der EnBW für ausgewogen. Klumpenrisiken von maßgeblicher

⁴ [Finanzstrategie | EnBW](#)

Bedeutung sind nicht erkennbar. Wir gehen von einer guten Kapitalmarktfähigkeit und, aufgrund von frühen Kündigungsrechten bei den Nachranganleihen, von einem geringen Zinsrisiko der EnBW aus. Durch die stabilen, planbaren Cash-Flows des operativen Geschäfts sowie den freien Kreditlinien halten wir das Liquiditätsrisiko für gering und den finanziellen Spielraum für hinreichend.

Die EnBW plant Gesamtinvestitionen von rd. 12 Mrd. EUR im Zeitraum von 2021 bis 2025 vorzunehmen, was merklich über den in diesem Zeitraum anfallenden Normalabschreibungen liegen sollte. Nach Angaben der EnBW sollen rd. 80% auf Erweiterungsinvestitionen entfallen. Schwerpunkte liegen beim Netzausbau, z.B. in die Transportnetz-Projekte Suedlink und ULTRANET, die den Transport der erneuerbaren Energien aus dem Norden in den Süden Deutschlands ermöglichen sollen. Stromverteilungsnetze zum Infrastrukturausbau zu Gunsten der Elektromobilität, sowie beim Ausbau von erneuerbaren Energien und der Weiterentwicklung einer intelligenten Infrastruktur für Kunden stehen ebenfalls im Fokus. Die Investitionen sollen durch den Retained Cashflow und durch Fremdmittel finanziert werden, ohne dabei eine ausgewogene Finanzierungsstruktur, ein solides Finanzprofil und solide Investmentgrade-Ratings zu gefährden.

Issue Rating

Weitere Issuer Ratings

Neben der EnBW AG wird folgende Emittentin und ihre weiter unten genannten Emissionen im Rahmen dieses Ratings betrachtet:

- EnBW International Finance B.V.

Die EnBW International Finance B.V. -im Folgenden auch EnBW Finance genannt- ist als Finanzierungsgesellschaft für die EnBW AG bzw. den Mutterkonzern tätig. In dieser Funktion reicht sie die am Kapitalmarkt, auch über ein Debt Issuance Programme (DIP) mit einem Volumen von bis zu 7 Mrd. EUR aufgenommenen Mittel an Unternehmen des EnBW Konzerns aus. Als 100%ige Tochter der EnBW AG ist die EnBW Finance integraler und strategischer Bestandteil des EnBW Konzerns. Die EnBW AG ist Garantin der Verbindlichkeiten der EnBW Finance B.V., insbesondere garantiert sie die pünktliche Zahlung von Kapital und Zinsen der Emissionen.

Der wesentliche Geschäftszweck der EnBW Finance ist die Aufnahme von Kapital zur Finanzierung des EnBW Konzerns, insbesondere durch die Ausgabe von Schuldverschreibungen / Anleihen an europäischen Börsen und stellt maßgeblich die langfristige Liquidität und Finanzierung zwischen den Gesellschaften der EnBW Gruppe sicher.

Aufgrund der finanziellen, gesellschafts- und haftungsrechtlichen Verflechtungen ist eine Ratingbeurteilung der EnBW International Finance B.V. nur im Konzernzusammenhang sinnvoll. Folglich leiten wir das unsolicited Corporate Issuer Rating der EnBW International Finance B.V. vom unsolicited Corporate Issuer Rating der EnBW AG ab. Es lautet ebenfalls auf **A-** / **stabil**.

Issue Rating Details

Die hier betrachteten Schuldverschreibungen sind ausschließlich die in EUR denominierten Long-Term Senior Unsecured Issues der unter dem DIP Programm emittierten Anleihen, sofern sie Teil der Liste der EZB-zulässigen, marktfähigen Assets sind und sie von der EnBW Finance begeben wurden. Die EZB-Liste der zulässigen marktfähigen Assets ist auf der Internetseite der Europäischen Zentralbank erhältlich.

Die Schuldverschreibungen begründen nicht besicherte und nicht nachrangige Verbindlichkeiten der Emittentin, die untereinander und mit allen anderen nicht besicherten und nicht nachrangigen Verbindlichkeiten der Emittentin gleichrangig sind. Das DIP hat ein Nominalvolumen von aktuell bis zu 7 Mrd. EUR. Gemäß aktuellem Prospekt vom 30.04.2020 garantiert die EnBW AG unbeding und unwiderruflich für eine ordnungsgemäße und pünktliche Zahlung von Kapital

und Zinsen sowie sonstiger auf die Schuldverschreibungen zahlbarer Beträge. Darüber hinaus profitieren die unter dem DIP emittierten Schuldverschreibungen von einer Negativverpflichtung der Emittentin und einer Cross-Default-Bestimmung.

Ergebnis Corporate Issue Rating

Wir leiten das unsolicited Corporate Issue Rating der hier betrachteten in EUR denominierten, nicht nachrangigen und nicht besicherten Schuldverschreibungen, unter Anwendung unserer Ratingsystematik für Unternehmensemissionen, vom Unternehmensrating der EnBW AG bzw. der EnBW International Finance B.V. ab und stellen es mit dem Unternehmensrating gleich (A-). Sie haben damit eine hohe Kreditqualität. Der Ausblick ist **stabil**.

Überblick

Tabelle 3: Überblick der CRA Ratings | Quelle: CRA

Ratingobjekt(e)	Einzelheiten	
	Datum	Rating
EnBW Energie Baden-Württemberg AG (Issuer/Guarantor)	13.04.2021	A- / stabil
EnBW International Finance B.V. (Issuer)	13.04.2021	A- / stabil
Long-term Local Currency (LC) Senior Unsecured Issues	13.04.2021	A- / stabil

Tabelle 4: Überblick zum 2020 Debt Issuance Programme | Quelle: DIP Base Prospectus vom 30.04.2020

Überblick 2020 DIP Programme			
Volumen	EUR 7.000.000.000	Laufzeit	Abhängig von der jeweiligen Anleihe
Emittentinnen / Garantin	EnBW International Finance B.V. (Emittentin) EnBW Energie Baden-Württemberg AG (Emittentin / Garantin)	Zins	Abhängig von der jeweiligen Anleihe
Arrangeur	Deutsche Bank	Währung	Abhängig von der jeweiligen Anleihe
Credit Enhancement	keine	ISIN	Abhängig von der jeweiligen Anleihe

Alle in EUR denominierten Schuldverschreibungen, welche zukünftig unter dem DIP von der EnBW International Finance B.V. begeben werden oder alle in Euro denominierten Long Term Local Currency Senior Unsecured Issues, die eine gleichartige Garantiezusage der EnBW AG beinhalten und die jeweils Teil der Liste der EZB-zulässigen marktfähigen Assets sind, erhalten von uns, bis auf weiteres, das jeweils aktuelle Rating für Long Term Local Currency Senior Unsecured Issues der EnBW International Finance B.V. Bis auf weiteres werden andere Emissionsklassen bzw. Programme (z.B. das Commercial Paper Programme) und Emissionen, die nicht in EUR denominieren, nicht beurteilt. Die jeweils aktuellen Ratings und Informationen zum Issuer und den Issues sind auf der Internetseite der Creditreform Rating AG einsehbar.

Strukturierte Finanzkennzahlen

Tabelle 5: Strukturierte Finanzkennzahlen | Quelle: EnBW Integrierter Geschäftsbericht 2020, aufbereitet von CRA

Vermögensstruktur	2019	2020
Anlagenintensität (%)	68,59	67,60
Kapitalumschlag	0,50	0,47
Deckungsgrad des Anlagevermögens (%)	87,86	85,96
Quote der Zahlungsmittel (%)	4,20	3,99
Kapitalstruktur		
Eigenkapitalquote (%)	18,74	18,07
Kurzfristige Fremdkapitalquote (%)	27,62	27,49
Langfristige Fremdkapitalquote (%)	41,52	40,03
Kapitalbindungsdauer (Tage)	76,16	75,16
Quote Verbindlichkeiten aus LL (%)	9,93	9,35
kurzfristige Kapitalbindung (%)	28,23	31,31
Gearing	4,11	4,31
Verschuldungsgrad	5,79	5,44
Finanzkraft		
Cashflow zur Gesamtleistung (%)	16,95	12,99
Cashflow ROI (%)	8,13	5,97
Total debt / EBITDA adj.	16,29	14,16
Net total debt / EBITDA adj.	15,45	13,47
ROCE (%)	2,85	6,31
Dynamische Entschuldungsdauer (Jahre)	8,52	17,34
Rentabilität		
Rohertragsquote (%)	21,05	28,39
EBIT Interest Coverage	0,94	1,54
EBITDA Interest Coverage	3,55	3,72
Personalaufwandsquote (%)	10,24	10,93
Materialaufwandsquote (%)	79,13	71,96
Zinsaufwand zum Fremdkapital mod. (%)	1,91	2,02
Gesamtkapitalrentabilität (%)	2,45	2,57
Eigenkapitalrentabilität (%)	13,30	10,42
Umsatzrentabilität (%)	4,61	4,05
Liquidität		
Liquidität I. Grades (%)	12,09	10,50
Liquidität II. Grades (%)	95,02	97,68
Liquidität III. Grades (%)	113,75	117,86

Anhang

Ratinghistorie

Die Ratinghistorie ist auf der Internetseite unter <https://www.creditreform-rating.de/de/ratings/published-ratings/> verfügbar.

Tabelle 6: Unsolicited Corporate Issuer Rating der EnBW Energie Baden-Württemberg AG

Ereignis	Rating erstellt	Veröffentlichungsdatum	Monitoring bis	Ergebnis
Initialrating	13.04.2021	www.creditreform-rating.de	Das Rating zurückgezogen wird	A- / stabil

Tabelle 7: Unsolicited Corporate Issuer Rating der EnBW International Finance B.V.

Ereignis	Rating erstellt	Veröffentlichungsdatum	Monitoring bis	Ergebnis
Initialrating	13.04.2021	www.creditreform-rating.de	Das Rating zurückgezogen wird	A- / stabil

Tabelle 8: Unsolicited LT LC Senior Unsecured Issues Issued von EnBW International Finance B.V.

Ereignis	Rating erstellt	Veröffentlichungsdatum	Monitoring bis	Ergebnis
Initialrating	13.04.2021	www.creditreform-rating.de	Das Rating zurückgezogen wird	A- / stabil

Regulatorik

Das Rating⁵ wurde von der Creditreform Rating AG nicht im Sinne des Artikels 4 Absatz 3 der EU-Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 aus einem Drittstaat übernommen.

Bei dem hier vorliegenden Rating handelt es sich um ein unbeauftragtes (unsolicited) Rating im regulatorischen Sinne, das öffentlich ist. Die Analyse fand auf einer freiwilligen Basis durch die Creditreform Rating AG statt. Zur Erstellung des vorliegenden Ratings wurde die Creditreform Rating AG weder vom Ratingobjekt noch von anderen Dritten beauftragt.

Das Rating basiert auf öffentlich zugänglichen Informationen sowie internen Evaluierungsmethoden zum Bewerten von Unternehmen und den Emissionen. Das Ratingobjekt wurde über die Absicht, dass ein unsolicited Rating erstellt bzw. aktualisiert wird, vor Feststellung des Ratings informiert.

Die Beteiligung des Ratingobjekts an der Erstellung des Ratings stellte sich wie folgt dar:

Unbeauftragtes (unsolicited) Corporate Issuer / Issue Rating	
Mit Beteiligung des betroffenen Ratingobjekts oder einer verbundenen dritten Partei	Nein
Mit Zugang zu internen Dokumenten	Nein
Mit Zugang zum Management	Nein

Ein Managementgespräch fand im Rahmen des Ratingprozesses nicht statt.

⁵ In diesen Regulatorischen Anforderungen wird der Begriff "Rating" in Bezug auf sämtliche Ratings verwendet, die in Zusammenhang mit diesem Bericht von der Creditreform Rating AG erstellt wurden. Dies kann mitunter mehrere Unternehmen und deren verschiedene Emissionen betreffen.

Die verarbeiteten Informationen und Unterlagen genügten den Anforderungen gemäß der auf der Internetseite www.creditreform-rating.de veröffentlichten Ratingsystematiken der Creditreform Rating AG.

Systematik/Sub-Systematik	Versionsnummer	Datum
Rating von Unternehmen	2.3	29.05.2019
Staatsnahe Unternehmen	1.0	19.04.2017
Rating von Unternehmensemissionen	1.0	Oktober 2016
Grundlagen und Prinzipien bei der Erstellung von Ratings	1.3	Januar 2018

In den Dokumenten findet sich unter anderem eine Beschreibung der Ratingkategorien sowie eine Ausfalldefinition.

Das Rating wurde durch folgende Analysten erstellt:

Name	Funktion	Email-Adresse
Christian Konieczny	Lead-Analyst	C.Konieczny@creditreform-rating.de
Tim Winkens	Analyst	T.Winkens@creditreform-rating.de

Das Rating wurde durch folgende Person genehmigt (Person Approving Credit Ratings, PAC):

Name	Funktion	Email-Adresse
Philipp Beckmann	PAC	P.Beckmann@creditreform-rating.de

Am 13. April 2021 wurde das Rating von den Analysten dem Ratingkomitee vorgestellt und in einem Beschluss festgesetzt. Das Ratingergebnis wurde dem Unternehmen am 13. April 2020 mitgeteilt. Eine Veränderung der Ratingnote ergab sich im Anschluss nicht. Der Ratingbericht wurde dem Unternehmen zur Verfügung gestellt.

Das Rating unterliegt solange einem Monitoring, bis es von der Creditreform Rating AG zurückgezogen wird (not rated bzw. n.r.).

Die Creditreform Rating AG ist seit 2011 gemäß der EU-Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 (sog. „EU-Ratingverordnung“) als Ratingagentur zur Ausübung der Ratingtätigkeit innerhalb der Europäischen Union registriert. Aufgrund dieser Registrierung darf die Creditreform Rating AG Ratings in der Europäischen Union erstellen; gleichzeitig ist sie zur Einhaltung der Regelungen der EU-Ratingverordnung verpflichtet.

ESG-Faktoren im Rating

Ob ESG-Faktoren bei der Bewertung relevant waren, können Sie dem oberen Abschnitt dieses Ratingberichts "relevante Ratingfaktoren" entnehmen.

Eine für die Creditreform Rating AG allgemeingültige Beschreibung sowie eine für Corporate Ratings gültige Beschreibung zum Verständnis und der Beurteilung von ESG-Faktoren im Rahmen des Credit-Rating-Prozesses finden sich hier:

<https://creditreform-rating.de/de/wir-ueber-uns/regulatorische-anforderungen.html?file=files/content/downloads/Externes%20Rating/Regulatorische%20Anforderungen/DE/Ratingmethoden%20DE/The%20Impact%20of%20ESG%20Factors%20on%20Credit%20Ratings.pdf>

Interessenkonflikte

Während des Ratingprozesses wurden keine Interessenkonflikte identifiziert, die die Analysen und Urteile der Ratinganalysten, Mitarbeiter oder anderer natürlicher Personen, deren Dienstleistungen von der Creditreform Rating AG in Anspruch genommen werden oder von ihr kontrolliert werden und die direkt an Ratingtätigkeiten beteiligt sind, und der Personen, die Ratings und Ratingausblicke genehmigen, beeinflussen können.

Die Creditreform Rating AG wird die Erbringung von Nebendienstleistungen nebst der Erbringung der Ratingtätigkeit offenlegen und in dem Ratingbericht veröffentlichen.

Vorschriften für die Gestaltung von Ratings und Ratingausblicken

Die Genehmigung von Ratings richtet sich nach den internen Handlungsanweisungen über das Ratingkomitee. Gemäß den internen Richtlinien werden alle Ratings und alle Ratingausblicke in einem Ratingkomitee auf der Grundlage des Einstimmigkeitsprinzips genehmigt.

Die Creditreform Rating AG hat bei der Erstellung dieses Ratings folgende Informationsquellen von wesentlicher Bedeutung herangezogen:

Corporate Issuer Rating:

1. Integrierter Geschäftsbericht
2. Website
3. Internetrecherche

Corporate Issue Rating:

1. Corporate Issuer Rating einschließlich der darin verwendeten Informationen
2. Dokumente zur Emission/zum Instrument

Bei der Ratingveröffentlichung wurden seitens der Creditreform Rating AG alle Kennzeichen und eventuellen Einschränkungen des Ratings oder des Ratingausblicks vermerkt. Darüber hinaus hält die Creditreform Rating AG die Qualität der über die bewerteten Unternehmen und Emissionen (Ratingobjekte) verfügbaren Informationen für zufriedenstellend. Bezugnehmend auf die bewerteten Ratingobjekte hält die Creditreform Rating AG die verfügbaren historischen Daten ebenfalls für zufriedenstellend.

In der Zeit zwischen der Mitteilung des Ratings an das bewertete Unternehmen und dem Zeitpunkt der Ratingveröffentlichungen auf der Website der Creditreform Rating AG wurden keine Ratingänderungen vorgenommen.

Die sog. "Grundlegende Informationskarte des Ratings" enthält den Hinweis auf die im Ratingprozess angewandte Hauptmethode oder die Version der verwendeten Ratingmethodik mit der Angabe, an welcher Stelle die umfassende Beschreibung dieser Methode(n) zu finden ist.

Gründet sich das Rating auf mehr als eine Methode oder verleitet der alleinige Verweis auf die Hauptmethode die Anleger dazu, wichtige Aspekte des Ratings zu übersehen, d.h. auch wichtige Anpassungen und Abweichungen, erläutert die Creditreform Rating AG diesen Umstand in ihrem Rating und erklärt, wie die verschiedenen Methoden oder diese anderen Aspekte beim Rating berücksichtigt wurden. Dieser Hinweis ist in dem Ratingbericht enthalten.

Die Bedeutung jeder Ratingkategorie, die Definition des Ausfalls oder Forderungseinzugs sowie geeignete Risikowarnungen, einschließlich einer Sensitivitätsanalyse der einschlägigen grundlegenden Annahmen wie mathematische Annahmen oder Korrelationsannahmen, samt der Ratings für den schlechtesten und den besten angenommenen Fall wurden erläutert.

Das Datum, an dem das Rating erstmals veröffentlicht wurde, sowie seine letzte Aktualisierung einschließlich etwaiger Ratingausblicke ist klar und deutlich in der „grundlegenden Informationskarte des Ratings“ angegeben; dort ist das erste Veröffentlichungsdatum unter „Initialrating“ klar angegeben sowie etwaige weitere Aktualisierungen des Ratings oder Ratingausblicks wie bspw. „update“, „upgrade“ oder „downgrade“, „not rated“, „confirmed“, „selective default“ oder „default“.

Im Falle eines Ratingausblicks wird der Zeithorizont für den Ratingausblick in der „grundlegenden Informationskarte des Ratings“ angegeben, bis zu dem eine Änderung des Ratings zu erwarten ist.

Gemäß Artikel 11 Absatz 2 der EU-Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 stellen registrierte und zertifizierte Ratingagenturen in einem von der ESMA eingerichteten zentralen Datenspeicher Informationen über ihre bisherigen Ergebnisse, einschließlich Angaben zur Häufigkeit von Ratingänderungen sowie zu früher abgegebenen Ratings und deren Änderung zur Verfügung. Die Ratingagenturen stellen diesem Datenspeicher die Informationen wie von der ESMA festgelegt in standardisierter Form zur Verfügung. Die ESMA macht diese Informationen öffentlich zugänglich und veröffentlicht jährlich eine Zusammenfassung. Diese Informationen sind über den folgenden Link einsehbar:

<https://cerep.esma.europa.eu/cerep-web/statistics/defaults.xhtml>

Die Ausfalldefinitionen und die Erklärungen der Ausfalldefinitionen sind in der jeweiligen dazugehörigen Ratingmethodik auf der Website der Creditreform Rating AG einsehbar und abrufbar. Weitere Informationen können ebenfalls über die Creditreform Rating AG Website in dem Dokument „Grundlagen und Prinzipien bei der Erstellung von Ratings“ eingesehen werden.

Disclaimer

Maßgeblich für die Durchführung eines Ratings ist der auf der Internetseite der Creditreform Rating AG veröffentlichte „Verhaltenskodex der Creditreform Rating AG“. Die Creditreform Rating AG erarbeitet danach systematisch und mit der gebotenen fachlichen Sorgfalt ihre unabhängige und objektive Meinung über die Zukunftsfähigkeit, die Risiken und die Chancen des beurteilten Unternehmens zum Stichtag, an dem das Rating erteilt wird.

Künftige Ereignisse sind ungewiss, ihre Vorhersage beruht notwendigerweise auf Einschätzungen. Das Rating ist somit keine Tatsachenbehauptung, sondern eine Meinungsäußerung. Die Creditreform Rating AG haftet daher nicht für Schäden, die darauf beruhen, dass Entscheidungen auf ein von ihr erstelltes Rating gestützt werden. Diese Ratings sind auch keine Empfehlungen für Investoren, Käufer oder Verkäufer. Sie sollen von Marktteilnehmern (Unternehmen, Banken, Investoren etc.) nur als ein Faktor im Rahmen von Unternehmens- oder Anlageentscheidungen betrachtet werden. Sie können Eigenuntersuchungen und Bewertungen nicht ersetzen.

Wir unterstellen, dass uns eventuell vom Unternehmen ergänzend zur Verfügung gestellte Dokumente und Informationen vollständig und inhaltlich korrekt sind und vorgelegte Kopien unverändert und vollständig den Inhalt der Originale wiedergeben. Die Creditreform Rating AG übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der verarbeiteten Informationen.

Dieser Bericht ist urheberrechtlich geschützt. Die gewerbsmäßige Verwertung, ohne eine schriftliche Zustimmung der Creditreform Rating AG, ist unzulässig. Um die Gesamtaussage des Inhaltes nicht zu verfälschen, darf grundsätzlich nur der vollständige Bericht veröffentlicht werden. Auszüge dürfen nur mit Zustimmung der Creditreform Rating AG verwendet werden. Eine Veröffentlichung des Ratings ohne Kenntnis der Creditreform Rating AG ist nicht zulässig. Ausschließlich Ratings, die auf der Internetseite der Creditreform Rating AG veröffentlicht sind, sind als aktuell anzusehen.

Creditreform Rating AG

Kontaktdaten

Creditreform Rating AG
Europadamm 2-6
D-41460 Neuss

Telefon: +49 (0) 2131 / 109-626
Telefax: +49 (0) 2131 / 109-627

E-Mail: info@creditreform-rating.de
Web: www.creditreform-rating.de

Vorstand: Dr. Michael Munsch
Aufsichtsratsvorsitzender: Dr. Hartmut Bechtold

HR Neuss B 10522