

US-Versorger bauen erneuerbare Energie aus

Neue Emissionsvorschriften zeigen Wirkung – Hohe Stromerzeugungskapazitäten – Schwache Nachfrage – Auf saubere Produzenten in schmutzigen Märkten setzen

MARTIN GOLLMER

Der Reigen der Fusionen und Übernahmen im US-Elektrizitätssektor geht weiter. Vergangene Woche hat Northeast Utilities für 4,3 Mrd. \$ Nstar gekauft. Die beiden Versorger suchen Grösse, um Projekte insbesondere im Bereich der erneuerbaren Energien besser finanzieren zu können. Mit der Rückkehr der US-Wirtschaft zum Wachstum nimmt auch die Stromnachfrage wieder zu. Weil aber Gas reichlich verfügbar ist, herrscht tendenziell ein Überangebot am Strommarkt. Das hat die Aktien der meisten Versorger in Mitleidenschaft gezogen.

Mit Northeast und Nstar schliessen sich zwei kleinere Elektrizitätsunternehmen zusammen. Ihr kombinierter Umsatz wird im laufenden Jahr gemäss dem Durchschnitt der Analystenschätzungen 8,6 Mrd. \$ betragen. Auch damit gehören sie noch nicht zu den Grossen im Sektor (vgl. Tabelle), aber in New England werden sie zum dominierenden Versorger mit 3,5 Mio. Kunden in Massachusetts, Connecticut und New Hampshire.

Kohle und Nuklear unbeliebt

Die beiden Unternehmen planen, in den Bereich der erneuerbaren Energie vorzustoßen. Bisher verteilten sie vor allem konventionelle Energie, die durch Dritte erzeugt wurde. Die beiden Versorger erklärten, ihre Fusion werde die Fragmentierung des Marktes vermindern, die es für Elektrizitätsunternehmen schwierig mache, kostspielige Projekte in erneuerbarer Energie einzugehen und die dazugehörigen Übertragungslinien zu bauen. Diese werden gebraucht, damit die US-Bundesstaaten ihre Ziele in der Erzeugung sauberer Energie erreichen können. Massachusetts will bis 2020 22% seines Stroms aus erneuerbarer Energie erzeugen, Connecticuts Ziel sind 27%, und New Hampshire strebt bis 2025 einen Anteil von 25% an.

Der Vorstoss von Northeast Utilities in den Bereich der erneuerbaren Energie ist typisch für das Investitionsverhalten der US-Versorger in den nächsten Jahren. Vor allem die Stromerzeugungskapazitäten für Windkraft werden kräftig ausgebaut (vgl. Grafik). Andere erneuerbare Energieträger wie Sonne, Geothermie oder Biomasse spielen dagegen beim Kapazitätsausbau in der US-Energieerzeugung vorderhand eine vernachlässigbare Rolle.

Der zweite Bereich, in den die Versorger kräftig investieren, ist Gas. Es ist bereits heute mit einem Anteil von 39% der wichtigste Rohstoff für die Energieerzeugung in den USA (vgl. Grafik). Neue Funde

und neue Fördermethoden haben Gas zu einem reichlich vorhandenen Brenn- und Treibstoff gemacht. Zudem stossen neue Gaskraftwerke auf weniger Widerstand als neue Kohlekraftwerke (die mehr des Treibhausgases CO₂ ausstossen) oder neue Atomkraftwerke (die als gefährlich gelten und deren Abfallproblem ungelöst ist).

In den USA bestehen denn auch nur für zwei Atomkraftwerke konkrete Pläne: Die beiden bestehenden Reaktoren in Vogtle sollen um zwei neue ergänzt werden; sie könnten 2016 und 2017 ans Netz gehen. Erwartet wird zudem, dass das aufgegebene Projekt in Bellefonte wieder belebt und bis 2016 vollendet wird. Im Falle

der Kohle werden bis 2012 noch neue Kraftwerke mit einer Gesamtkapazität von 5,6 Gigawatt in Betrieb genommen. Danach ist kaum mehr mit Neubauten zu rechnen. Im Vordergrund stehen dann die Modernisierung oder die Stilllegung bestehender Anlagen. Grund sind neue Emissionsvorschriften der US-Umweltschutzagentur EPA. Die Analysten von Barclays Capital schätzen, dass deshalb bis 2015 Kohlestromkapazitäten von rund 30 Gigawatt eingemottet werden (von total 340 Gigawatt), weil sich ihre Umrüstung nicht mehr lohnt. Die Analysten von Credit Suisse halten sogar einen Kapazitätsabbau von über 50 Gigawatt für realis-

tisch. An Versorgeraktien interessierten Anlegern schlugen sie vor, auf relativ saubere Produzenten in schmutzigen Märkten zu setzen – dazu zählen sie Exelon, First Energy und Allegheny Energy.

Nicht auf Touren gekommen

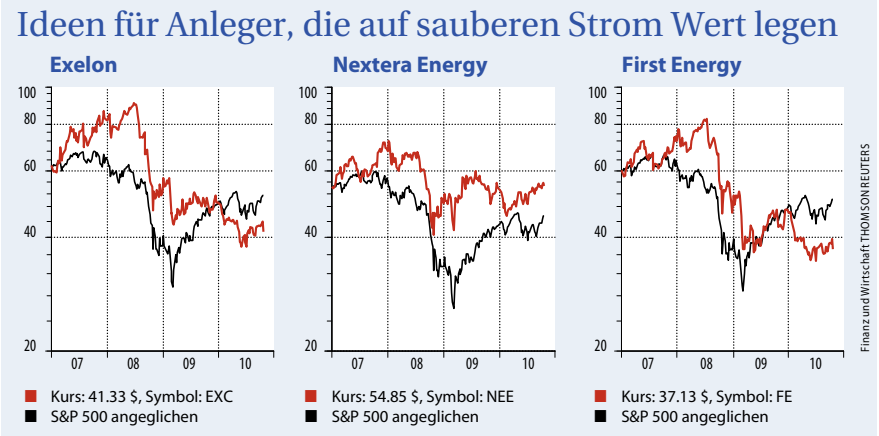
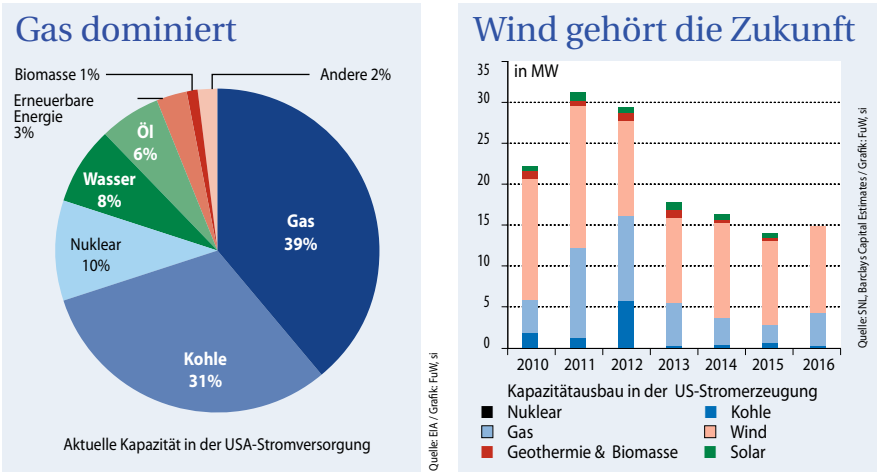
Versorgeraktien sind im Übrigen im laufenden Jahr mit wenigen Ausnahmen nicht auf Touren gekommen. Ein wichtiger Grund dafür ist, dass den grossen Erzeugungskapazitäten keine entsprechende Stromnachfrage gegenübersteht. Diese korreliert stark mit dem Konjunkturverlauf. Zwar wächst die US-Wirtschaft

wieder, aber die zunächst hohen Expansionsraten waren zuletzt rückläufig. Zudem drücken laufende Energieeffizienzgewinne auf die Nachfrage.

Aktien von US-Versorgern haben wegen ihrer teilweise sehr attraktiven Dividendenrendite trotzdem ihren Reiz. Beispiele sind die Titel von Exelon und First Energy. Weitere Valoren gefallen aus anderen Gründen. Nextera Energy etwa bietet Wachstum dank forciertem Ausbau der Stromerzeugung durch erneuerbare Energie. Entergy und Public Service Enterprise Group führen Aktienrückkaufprogramme durch. Und Edison International fällt durch eine unterschätzte Ertragskraft auf.



US-Versorger fusionieren, um neue **Stromverteilungsprojekte** finanzieren zu können.



US-Versorger glänzen mehrheitlich durch attraktive Dividendenrenditen										
	Kurs am 25.10. in \$	Perf. seit 1.1. in %	Börsenwert in Mrd. \$	Umsatz in Mrd. \$			Gewinn/Aktie in \$			KGV
				2009	2010 ^A	2011 ^A	2009	2010 ^A	2011 ^A	Div.-Rend. in % 2011 ^A
Exelon	41.33	-15,4	27,3	17,3	18,6	18,5	4,12	3,98	4,11	10
Nextera Energy	54.85	+3,8	22,8	15,6	16,6	16,8	4,05	4,49	4,52	12
Public Service Enterprise Group	33.33	+0,2	16,9	12,4	13,4	13,6	3,12	3,07	2,87	11
Entergy	73.73	-9,9	13,8	10,7	11,6	11,7	6,96	6,76	6,63	11
Edison International	36.06	+3,7	11,7	12,4	13,1	13,4	3,26	3,40	3,02	12
First Energy	37.13	-20,1	11,3	13,0	13,8	13,9	3,75	3,60	3,41	10
Northeast Utilities	31.18	+20,9	5,5	5,4	5,5	5,6	1,91	2,00	2,22	14
Nstar	41.40	+12,5	4,3	3,1	3,1	3,1	2,28	2,75	2,66	16
Allegheny Energy	23.41	-0,3	4,0	3,4	3,9	4,0	2,33	2,22	2,12	11

^ASchätzung

Quelle: Bloomberg

Warum Landis + Gyr noch immer mit dem Börsengang wartet

Zuger Energiemesssspezialist ist «Opfer» des toten Kapitalmarktes – Konkurrent Elster mit Problemen – Weiterhin New York statt SIX – Branche mit enormem Potenzial

JAN SCHWALBE

In einer perfekten Welt wäre die auf Energiemanagement und Messtechnik spezialisierte Landis + Gyr (L+G) längst zurück an der Börse. Das IPO in New York hätte dem in Zug domizilierten Traditionsunternehmen die finanzielle Freiheit gegeben, in dem rasant wachsenden Segment der intelligenten Stromzähler (Smart Metering) eine noch wichtigere Rolle zu spielen, und das Unternehmen würde wohl weit über 3 Mrd. \$ auf die Börsenwaage bringen. Doch leider ist die Finanzwelt derzeit noch immer alles andere als perfekt.

«Der Börsengang bleibt eine Option und ist ein langfristiges Ziel», gibt sich Thomas Zehnder, der Pressesprecher des Stromzähleranbieters, zurückhaltend. Seit mittlerweile mehr als zwei Jahren trägt sich L+G mit dem Gedanken eines Going Public. Im April schien es annähernd so weit zu sein. Der damals kurz bevorstehende Börsengang des in Kalifornien domizilierten Branchennachbarn Silver Spring Networks galt als letzter Prüfstein für das IPO von Landis + Gyr.

Alles war für Silver Spring bereit. Die Broker Morgan Stanley und Jefferies waren engagiert und Schlagworte wie Smart Grid und Cleantech in aller Munde. Dass

Google an Silver Spring beteiligt ist, sollte das Übrige dazu beitragen, um ein erfolgreiches IPO und eine Börsenkapitalisierung von 3 Mrd. \$ zu garantieren (vgl. FuW Nr. 31 vom 21. April). Sechs Monate später ist Silver Spring noch immer nicht an der Börse. Der US-IPO-Markt ist so gut wie tot. Seit Anfang Jahr sahen sich rund fünfzig Unternehmen gezwungen, ihren Börsengang kurz vor dem Start entweder zu verschieben oder ganz zurückzuziehen.

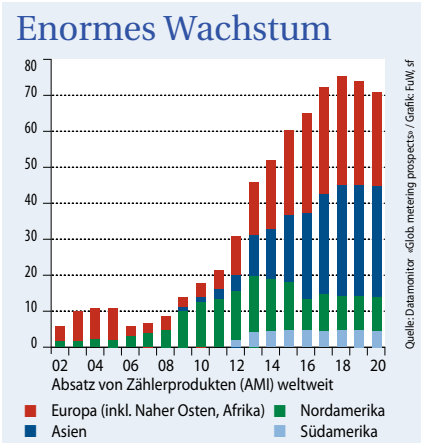
Ende September wagte sich dann doch ein Energiemesssspezialist in New York aufs Parkett. Das deutsche Unternehmen

Elster zog sein IPO trotz widriger Umstände durch – mit durchwachsenem Erfolg. Die Preisspanne von 16 bis 18 \$ je Aktie erwies sich als zu ambitiös. Nur dank einer Reduktion des Emissionspreises auf 13 \$ ging der Börsengang über die Bühne. Daran vermochte auch ein Topkonsortium bestehend aus der Deutschen Bank, Goldman Sachs und J.P. Morgan Chase nichts zu ändern. Derzeit notieren die Titel von Elster 14.65 \$

Noch nicht unter Druck

Wenig ermutigend ist auch ein Blick auf die jüngste Kursentwicklung von Itron. Der direkte Konkurrent von L+G, der im vergangenen Jahr 20% mehr umgesetzt hat als die Schweizer, wird von der Börse mittlerweile nur noch mit 2,5 Mrd. \$ bewertet. Während sich der Gesamtmarkt gehalten hat, haben die Aktien von Itron innerhalb von sechs Monaten 25% verloren. Angesichts dieser Entwicklung ist anzunehmen, dass L+G die gemäss Marktschätzungen in einem IPO angepeilten 2,5 bis 3 Mrd. \$ Marktkapitalisierung derzeit nicht erreichen würde.

Immerhin sind die Zuger (noch) nicht unter Zeitdruck. Das Unternehmen hat erst im April 165 Mio. \$ aufgenommen



(vgl. FuW Nr. 28 vom 10. April) und arbeitet gemessen am Ebitda von 161 Mio. \$ zudem profitabel. Im Grunde genommen müssten die Anleger Schlange stehen, um in ein Segment zu investieren, das in den nächsten Jahren rasant wachsen wird. Doch einige verschobene Grossaufträge in der Branche dämpfen neben dem düsteren Börsenumfeld die Stimmung.

Nach den modernen Zählern, die Stromsparen ermöglichen und Teil der intelligenten Steuerung von Energienetzwerken (Smart Grid) sind, besteht besonders in den USA rege Nachfrage. Doch Europa und Asien holen auf. Während dieses Jahr gemäss dem Marktforscher Data-monitor weltweit weniger als 20 Mio. Zähler verkauft werden, sollen es 2015 bereits 60 und 2018 weit über 70 Mio. sein (vgl. Grafik). Weltweit sind bisher nur 8% der Zähler automatisiert. Das Marktpotenzial wird auf 250 Mrd. \$ beziffert.

Investition in Cleantech

Landis + Gyr ist mit rund 5000 Mitarbeitern in dreissig Ländern präsent und mit einem Marktanteil von leicht über 10% zusammen mit Itron Marktführer. Nach der Übernahme durch die australische Beteiligungsgesellschaft Bayard (2004) wur-

den die mittlerweile vierzehn Zukäufe unter dem Dach von Landis + Gyr vereinigt. 44% des Konzernumsatzes von 1,36 Mrd. \$ generiert L+G in den USA. Nicht nur deshalb, sondern weil neben Elster und Itron auch die Wettbewerber Comverge, Echelon, Enernoc und Esco in den USA kotiert sind, führt an New York als IPO-Ort wohl kaum ein Weg vorbei. Um den Börsengang vorzubereiten, hat L+G in New York auch bereits ein Büro eröffnet. Dennoch sollte die SIX den in der Schweiz mit viel Tradition verbundenen Namen noch nicht ganz aufgeben – denn über Nacht erholt sich der IPO-Markt in den USA kaum.

Es darf damit gerechnet werden, dass frühestens im ersten Halbjahr 2011 Bewerbung in die IPO-Pläne von L+G kommt. Der Sektor ist einer der besten und einfachsten Wege, die Karte Cleantech zu spielen. Das Potenzial darf allerdings nicht überbewertet werden. Der Bedarf nach Smart Metering dürfte spätestens ab 2020 etwas abnehmen (vgl. Grafik). Dazu kommt, dass durch den Eintritt neuer Anbieter Preisdruck aufkommen und der Erlös je Zähler zurückgehen dürfte. Auch die Dominanz einheimischer Anbieter in China ist ein Wermutstropfen. Dennoch sollten die Anleger die Börsenpläne von Landis + Gyr gut im Auge behalten.