

Handlungszwang für US-Versorger

Hohe Investitionen wegen strengerer Umweltschutzvorschriften bringen Übernahmekarussell in Schwung – In innovative, grüne Stromproduzenten investieren

MARTIN GOLLMER

Die Konsolidierung im US-Stromsektor hält an. Die neueste Transaktion: Duke Energy kauft für 13,7 Mrd. \$ den regionalen Rivalen Progress Energy. Der Deal zeigt exemplarisch, warum es geht: Versorger müssen angesichts sinkender Strompreise und nur noch langsam wachsender Märkte Kosten sparen. Gleichzeitig brauchen sie eine genügend grosse Kapitalbasis, um die Investitionen stemmen zu können, die strengere Umweltauflagen notwendig machen.

Durch die Übernahme von Progress durch Duke entsteht ein Industriegigant mit 7,1 Mio. Kunden in sechs US-Bundesstaaten, einer Stromerzeugungskapazität von 57 000 Megawatt (MW) und einem Unternehmenswert von 65 Mrd. \$. Duke übernimmt auch die Schulden von Progress in der Höhe von 12,2 Mrd. \$. Die Transaktion erhält dadurch einen Wert von knapp 26 Mrd. \$.

«Unsere Branche tritt in eine neue Phase, in der wir in eine Reihe neuer Technologien investieren müssen, um den CO₂-Fussabdruck zu verringern und effizienter zu werden», kommentierte Duke-Chef Jim Rogers die Übernahme. «Indem wir unsere Unternehmen fusionieren, können wir das wirtschaftlicher machen.» Rogers erwartet durch bessere Kreditbedingungen, günstigeren Einkauf von Brennstoffen und effizienteres Management benachbarter Kraftwerke Kosteneinsparungen von 600 bis 800 Mio. über die nächsten vier bis fünf Jahre.

Atomstrom ist eine Option

Die neue Gruppe betreibt neben einem Dutzend Atomreaktoren auch eine Flotte von Kraftwerken, die mit fossilen Brennstoffen – Kohle, Gas, Öl – befeuert werden. Die gilt es angesichts neuer, strengerer Umweltauflagen umzurüsten. In einigen Fällen dürfte die Sanierung zu teuer kommen, sodass Kraftwerke stillgelegt werden müssen. «Wir werden sie ersetzen müssen. Natürlich sind dabei Nuklearanlagen ein Option. Die ist machbarer für ein Unternehmen dieser Grösse», sagte William Johnson, CEO von Progress, dazu. Der Konzern plant zurzeit, sechs neue Reaktoren zu bauen.

Die Übernahme von Progress durch Duke ist die letzte in einer ganzen Reihe von Stromdeals in den vergangenen zwölf Monaten. Die grössten waren der Kauf von Allegheny Energy durch First Energy (Transaktionswert: 8,5 Mrd. \$), die Akquisition des US-Geschäfts des deutschen Versorgers Eon durch PPL (7,6 Mrd. \$), die Einverleibung von Nstar durch Northeast Utilities (4,2 Mrd. \$) und der Zusammenschluss von Mirant und RRI Energy zur Genon Energy (1,6 Mrd. \$).

Rogers geht davon aus, dass Duke eine neue Konsolidierungswelle im US-Stromsektor löst. Die Meinung vertritt auch Todd Shipman, Analyst in Diensten der Ratingagentur Standard & Poor's. «Die Fusions- und Übernahmeaktivitäten der Stromversorger werden zunehmen – sowohl was die Zahl wie die Grösse der Deals betrifft –, und eine kleinere Gruppe von grossen Versorgern wird die Branche dominieren», schreibt er in einer aktuellen Kurzstudie. Neben den Gründen, die Rogers und Johnson ins Feld führen, nennt Shipman weitere Argumente, die für eine Beschleunigung der Konsolidierung sprechen: Der Markt verlange nicht mehr so

hohe Prämien für die Aktionäre, sondern schaue darauf, dass die Deals die Kreditqualität verbesserten. Zudem sei der Bewilligungsprozess für Transaktionen weniger beschwerlich geworden, da die Regulierungsbehörden jetzt bereit seien, auch die breiteren Vorteile von Fusionen und Übernahmen anzuschauen, und nicht nur die für die Konsumenten.

Wer sind die Nächsten?

Wer nächstens mit wem zusammengeht, ist schwer zu sagen. Übernahmekandidaten sind kleinere Atomkraftwerksbetreiber wie Ameren oder Scana, die Mühe haben werden, genügend Kapital für den Ersatz ihrer alternden Anlagen aufzutreiben, oder kleinere Unternehmen wie Westar Energy, die Kraftwerke besitzen, die mit fossilen Brennstoffen laufen, und die hohe Investitionen für die Sanierung oder den Neubau von Anlagen tätigen müssen.

Anleger sollten aber nicht nur auf saftige Übernahmepremien spekulieren – im Fall von Progress betrug sie allerdings nur knapp 4%. Auch sollten sie sich nicht von hohen Dividendenrenditen verführen las-

sen (vgl. Tabelle). Vielmehr sollten sie auch darauf schauen, ob die anvisierten Unternehmen innovative und nachhaltige Programme zur Umstellung auf eine grünere Stromproduktion haben.

Diesbezüglich zuerst aufzuführen ist Nextera Energy – ein Versorger, dessen Name Programm ist. Das Unternehmen führt einen strategischen Zehnjahresplan aus, der vorsieht, dass mit dem verstärkten Einsatz von erneuerbaren Energien sowie von Energieeffizienzprogrammen der Bau von vier mittelgrossen traditionellen Kraftwerken vermieden werden soll. Die Division Nextera Energy Resources bezieht bereits 45% ihrer insgesamt 18 000 MW Kapazität aus Sonnen-, Wind- und Wasserkraft sowie aus Biomasse.

Als weitere innovative Versorger zu nennen sind etwa NRG Energy, welche ein landesweites Netz von Ladestationen für Elektroautos aufbaut, Pacific Gas & Electric (PG&E), die sich als erster US-Versorger verpflichtet hat, Wellenenergie zu kaufen, sowie Southern, welche eines der ersten Gaskraftwerke baut, bei dem CO₂ aufgefangen und gelagert werden kann (Carbon Capture and Storage, CCS).

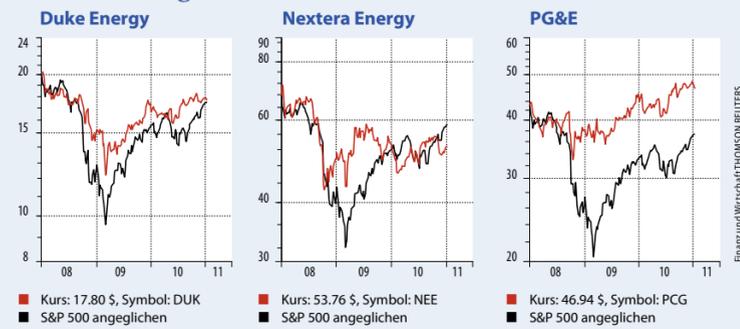
Oft noch reguliert

Stromversorgungsunternehmen in den USA weisen zumindest einen Teil ihres Geschäfts auf, der (bundes-)staatlich reguliert ist. In den meisten Fällen betrifft es die Übertragung und Verteilung von Strom, oft auch die Erzeugung. Die Versorger können dann den Endverkaufspreis von Strom nicht selbst bestimmen. Manche Unternehmen sind inzwischen allerdings Hybride geworden, die einen grossen Teil ihres Umsatzes aus nicht regulierten Quellen erzielen. Dazu gehören etwa Entergy, Exelon, First Energy oder Public Service Enterprise Group (PSEG). An den Hybriden fällt auf, dass sie neben dem Strom meist ein Gasgeschäft haben oder auch noch in anderen Energiebereichen Aktivitäten aufweisen. Sie werden deshalb auch als diversifizierte Versorger bezeichnet. Einige Versorger sind sowohl in regulierten wie auch in nicht regulierten Bundesstaaten aktiv. Das trifft etwa auf Duke Energy zu; ihre Anlagen in North und South Carolina sowie in Indiana sind reguliert, die in Ohio nicht. Ähnliches gilt für Ameren, die Missouri (reguliert) und Illinois (nicht reguliert) beliefert. In nicht regulierten Bundesstaaten haben manche regulierten Versorger mit Drittanbietern zu kämpfen, die ihr Verteilungsnetz benutzen dürfen. Dabei mussten sie merken, dass die Ansprüche an betriebliche Effizienz und Kundendienst gewachsen sind. Die Regulierung kann im Fall von Fusionen und Übernahmen einschneidende Folgen haben. Die Behörden können nämlich verlangen, dass die daraus resultierenden Kosteneinsparungen zumindest teilweise an die Kunden weitergegeben werden. Exelon gingen 2006 die Forderungen der Behörden zu weit, sie sagte deshalb die schon vereinbarte Übernahme von PSEG ab. MG



Der Bau CO₂-freier Atomkraftwerke ist teuer. Das löst Fusionen unter US-Versorgern aus.

Stromversorger mit leichtem Aufwärtstrend

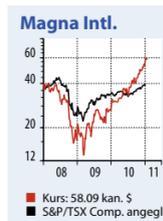


Oft keine Kursraketen, meist aber Dividendenperlen

	Kurs am 13.1. in \$	Perf. 1 Jahr in %	Börsenwert in Mrd. \$	Kapazität in MW	Umsatz in Mrd. \$ 2010 ^A	2011 ^A	Gewinn/Aktie in \$ 2010 ^A	2011 ^A	KGW 2011	Div.-Rend. in % 2011 ^A
Regulierte Versorger Large Caps										
Southern	38.28	+14,5	32,1	42 900	17,2	17,8	2,37	2,51	15	4,9
Duke Energy	17.80	+4,3	23,6	35 000	13,8	14,0	1,22	1,30	13	5,6
PG&E	46.94	+5,5	18,4	n.v.	14,1	14,6	3,34	3,73	13	4,1
AEP	35.67	-1,5	17,1	39 000	14,4	15,3	2,98	3,16	11	5,0
Consolidated Edison	49.96	+8,1	14,5	7 900	13,6	14,1	3,41	3,50	14	4,9
Progress Energy	44.52	+13,5	13,0	22 000	10,2	10,2	3,02	3,17	14	5,7
Regulierte Versorger Mid & Small Caps										
Wisconsin Energy	59.10	+17,0	6,9	6 500	4,4	4,8	3,77	4,15	14	3,3
Northeast Utilities	31.75	+20,3	5,6	n.v.	5,4	5,6	2,08	2,24	14	3,5
Scana	41.50	+10,5	5,3	4 900	4,6	4,6	2,99	3,21	13	4,7
Nstar	42.25	+16,0	4,4	n.v.	3,1	3,1	2,71	2,65	16	4,1
NV Energy	14.36	+16,1	3,4	5 600	3,6	3,5	0,98	1,03	15	3,3
Westar Energy	25.65	+15,6	2,9	7 100	2,0	2,1	1,86	1,75	15	5,0
Great Plains Energy	19.78	+3,2	2,7	6 100	2,3	2,4	1,57	1,55	13	4,3
Diversifizierte Versorger										
Exelon	42.37	-13,7	28,0	25 000	18,6	18,6	3,98	4,12	10	5,0
Nextera Energy	53.76	+7,5	22,5	26 700	15,8	16,0	4,40	4,47	12	3,9
PSEG	31.59	-3,7	16,0	14 500	12,7	13,3	3,12	2,79	11	4,4
Entergy	72.77	-12,1	13,2	30 000	11,6	11,8	6,78	6,58	11	4,7
Sempra Energy	51.96	-3,1	12,5	n.v.	8,9	8,3	3,26	4,12	12	3,5
Edison International	37.96	+7,1	12,4	15 900	12,9	13,2	3,54	3,01	12	3,5
PPL	25.73	-20,3	12,4	19 000	9,2	10,2	2,89	2,59	10	5,5
First Energy	38.36	-18,2	11,7	14 000	14,0	14,6	3,33	3,09	12	5,8
Ameren	28.14	+2,4	6,7	16 500	7,6	7,6	2,18	2,31	12	5,5
Constellation Energy	31.53	-9,2	6,4	8 200	15,0	15,2	3,10	3,21	9	3,1
Allegheny Energy	25.26	+11,2	4,3	n.v.	3,9	3,9	2,29	2,01	13	2,7
Unabhängige Produzenten										
NRG Energy	20.23	-15,9	5,0	24 500	9,5	9,4	2,51	1,13	18	0
Genon Energy	4.10	-26,8	3,1	24 700	3,0	3,0	0,28	-0,28	-	0
Dynegy	5.88	-36,6	0,7	12 200	2,1	2,2	-1,33	-1,53	-	0

Magna profitiert von Erholung im amerikanischen Automarkt

Optimistische Prognose – Gut gefüllte Kasse für Akquisitionen – Neue, anlegerfreundliche Aktienstruktur bekommt Titeln gut – Valoren haben noch Potenzial



Die Aktien des kanadischen Autozulieferers Magna International waren in den vergangenen Wochen einer der Lieblinge von Anlegern und Analysten an der Börse Toronto. Steigende Autoverkäufe in den USA, eine neue, anlegerfreundliche Aktienstruktur und reichliche Barmittel machen die Magna-Titel begehrt. Hohe Erwartungen können aber auch kontraproduktiv wirken: Nachdem die Magna-Gruppe am Mittwoch die Umsatzprognosen für das laufende Jahr bekanntgegeben hatte, reduzierte ein kanadischer Analyst sein Aktienziel. Darauf sank der Kurs der Valoren leicht.

Magna erwartet für 2011 einen Umsatz zwischen 25,6 und 27,1 Mrd. US-\$. Diese Zahlen basieren auf 12,9 Mio. produzierten Autos in Nordamerika und rund 13,3 Mio. in Westeuropa.

2011 noch besser als 2010

Magna wird die Resultate für das vergangene Jahr zwar erst im Februar veröffentlichen. Aber die Prognose für 2011 liegt über den 23,7 Mrd. US- \$ Umsatz, mit dem Analysten laut Bloomberg durchschnittlich für das Geschäftsjahr 2010 rechnen. Trotzdem reagierte Analyst David Tyerman von der Investmentfirma Canaccord Genuity enttäuscht und senkte sein 12-Monats-Aktienkursziel um 1 kan. \$ auf 65 kan. \$. Tyerman erklärte, der erwartete Jahresumsatz entspreche zwar seinen

Erwartungen, aber nicht die längerfristigen Aussichten.

Andere Analysten sind äusserst optimistisch für Magna. RBC Capital Markets hat das Aktienkursziel in der ersten Januarwoche von 56 auf 71 kan. \$ erhöht, nachdem die Dezemberverkäufe der grossen US-Autohersteller wie Ford und GM bestätigten, dass sich die Automobilindustrie in den Anfängen einer Erholung befindet. Citigroup rechnet mit einem Kurs von 67 statt wie bislang 57 US- \$.

Tatsächlich sprechen einige positive Faktoren für Magna. Der Konzern hat im vergangenen Jahr seine duale Aktienstruktur beseitigt, die den Magna-Gründer Frank Stronach und seine Familie stark bevorteilte. Zwischenzeitlich hat Stronach die Kontrolle des Unternehmens abgegeben, und seine Tochter Be-

linda ist seit Ende 2010 auch nicht mehr Vizevorsitzende des Konzerns. Die neue Aktienstruktur macht die Valoren viel attraktiver für manche institutionellen Investoren. Magna befindet sich derzeit auch in einem Rückkaufprogramm für 4 Mio. ausstehende Stammaktien, was das Angebot verknappt.

Kurshoch Anfang Januar

Der Kurs der Titel stieg Anfang Januar in Toronto zeitweise auf Rekordniveau. Die Aktien von Magna sind auch deshalb interessant, weil Autozulieferer im Gegensatz zu Autoproduzenten weniger Konkurrenz haben, denn einige Unternehmen wurden während der Rezession weggefeht. Während die Prognosen der Autohersteller in den Jahren 2004 bis 2008 stets höher als

die Verkäufe waren, ist die Situation derzeit genau umgekehrt.

Das alles spricht für Magna, und Experten sehen immer noch Aufwärtspotenzial beim Kurs, auch im Vergleich zu Branchenrivalen. Denn manche Investoren scheinen abzuwarten, was Magna mit ihren Barmitteln in der Höhe von rund 1,5 Mrd. US- \$ macht. Seit Mittwoch hat man darauf zwei Antworten: Die Kanadier wollen nach Südamerika expandieren und den Autositzproduzenten Pabsa mit 960 Angestellten in Argentinien erwerben. Die Kaufsumme ist noch nicht bekannt. Magna plant auch, im laufenden Jahr bis zu 1 Mrd. US- \$ an Kapital zu investieren. Die Aktien sind aus heutiger Sicht zum Kauf zu empfehlen. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGW) von 12 für 2011 sind sie moderat bewertet. CAL, Vancouver