

Für Versorger bleibt der Weg wegen Marktverzerrungen steinig

SCHWEIZ Während Repower hohe Wertberichtigungen auf geplanten und bestehenden Kraftwerken vornehmen muss, feilt Alpiq an der neuen Strategie. Doch auch dort steht die Rentabilität der Produktion weiter auf dem Prüfstand.

CLAUDIA CARL UND MARTIN GOLLMER

Der Markt – oder besser: der verzerrte Markt – im Strombereich spielt den Schweizer Versorgern übel mit. Zu Wochenbeginn haben deshalb zwei von ihnen mit neuen Massnahmen reagiert: Repower nimmt ausserordentliche Wertberichtigungen vor, Alpiq verschlankt die Organisation und richtet ihr Portfolio neu aus.

Kaum steht die Grosse Koalition in Deutschland, kommt der Bündner Energiekonzern Repower zum Schluss, «dass eine konsequente und wirksame Energiemarktreform auf sich warten lassen wird», wie es in einer Medienmitteilung heisst. Die Förderung neuer erneuerbarer Energien wie Sonne und Wind werde «voraussichtlich weiter auf Basis von marktverzerrenden Einspeisevergütungen» verfolgt.

Keine Erholung erwartet

Und: «Auch die schweizerische Energiepolitik zeigt bis jetzt keine Weichenstellung hin zu marktorientierten Fördersystemen.» Es müsse daher davon ausgegangen werden, «dass sich die heute sehr tiefen Strompreise in absehbarer Zeit nicht erholen werden und dass der Markt weiter mit subventioniertem Strom überschwemmt wird», so Repower.

Das hat Konsequenzen für den Wert neuer Projekte und bestehender Anlagen: Weil sich der Strompreis, mit dem ihre Rentabilität einst berechnet wurde, bis auf weiteres nicht erzielen lässt, müssen Wertberichtigungen gemacht werden. Repower beziffert diese für Kraftwerksprojekte – darunter Chlus (Wasser), Lago-bianco (Pumpspeicher), Leukers (Gas und Dampf) und Saline Joniche (Kohle) – auf 110 Mio. Fr. und für bestehende Anlagen im In- und Ausland auf 55 Mio. Fr. Die Liste der betroffenen Vorhaben zeigt, dass alle traditionellen Stromerzeugungsarten unter den Marktverzerrungen leiden.

Zudem nimmt Repower auf langfristigen Verträgen Wertberichtigungen von nochmals 55 Mio. Fr. vor. Gemeint sind Verträge, mit denen sich der Konzern



Grosswasserkraftwerke in der Schweiz bescherten Stromkonzernen früher satte Gewinne. Doch die Vorzeichen haben sich geändert.

wonach Unternehmen mit Beteiligung des Kantons nicht mehr in Kohlekraft investieren dürfen. Der Kanton Graubünden hält 58,3% des Kapitals von Repower. In welchem Umfang Wertberichtigungen für den Stromkonzern Alpiq, ehemals Grossaktionär von Repower, zum Tragen kommen, ist noch offen. Im November hatte das Unternehmen erklärt, der Preisverfall im Stromgrosshandel habe unmittelbare Auswirkungen auf die Rentabilität der Kraftwerke und somit auf die Profitabilität in den kommenden Jahren. «Sollten die Preise langfristig auf diesem tiefen Niveau bleiben, hätte dies einen Einfluss auf die Verhaltaltigkeit des gesamten Energiesektors», sagte ein Sprecher nun. Dies gelte besonders für Versorger.

Wertberichtigungen in Milliardenhöhe hatten das Unternehmen 2011 und 2012 in die roten Zahlen geschickt. Die Jahre waren von Schuldenabbau, Restrukturierung und zahlreichen Devestitionen im In- und Ausland geprägt. Für 2013 erwartet «Finanz und Wirtschaft» einen Überschuss von 5.82 Fr. je Aktie. Gemessen an den Aussichten für 2014 sind die Titel im Sektor stattlich bewertet (vgl. Tabelle).

Umbau geht weiter

Alpiq forciert den Konzernumbau nun und will die Kostenbasis weiter um 100 Mio. Fr. senken, wie die Gesellschaft mitgeteilt hat. Der Stromkonzern plant unter anderem ein stärkeres Engagement in der Bewirtschaftung von dezentralen Produktionsanlagen, im Energiemanagement von Gebäuden und in Kleinstnetzwerken. Die Strategie sieht vor, mit Partnern in der Schweiz und im europäischen Ausland selektiv in das Retailgeschäft einzusteigen und den Kraftwerkspark anzupassen.

Alpiq will an «ausgewählten Standorten in Europa» in neue erneuerbare Energien investieren und fossile Anlagen betreiben sowie Projekte in der Schweiz evaluieren. Die genaue Strategie bleibt vage, und die finanziellen Folgen sind unklar. «Konkrete Angaben zum geplanten Investitionsvolumen und den möglichen Standorten für neue Anlagen in Europa

je Titel gerechnet. Das operative Ergebnis vor ausserordentlichen Wertberichtigungen soll für 2013 gemäss Repower aufgrund der anhaltend schwierigen Bedingungen auf den Energiemärkten rund 10% unter Vorjahreswert (110 Mio. Fr.) zu liegen kommen.

Weiter hat Repower bekanntgegeben, aus dem Kohlekraftwerkprojekt Saline Joniche bis spätestens Ende 2015 «geordnet» – d.h. unter Wahrung der Ansprüche aller Stakeholder – aussteigen zu wollen. Notwendig geworden war dieser Ausstieg nach einer Volksabstimmung im September, in der eine Mehrheit des Bündner Stimmvolks eine Bestimmung in die Kantonsverfassung aufnehmen liess,

«substanziellen Reinverlust» gerechnet werden müsse.

«Finanz und Wirtschaft» passt die Gewinnerschätzung für 2013 deshalb an: Statt mit einem Gewinn von bisher 8 Fr. pro Aktie wird neu mit einem Verlust von 50 Fr.

	Kurs am 17.12.13	Perf. seit 1.1.13	Marktkap. in Mio.	Umsatz in Mio. 2012	2013*	2014*	Gewinn/Verlust pro Aktie 2012	2013*	2014*	KGV	Div.-Rend. 2012	2013*	2014*
Alpiq	122.30	-5.0	3325	12 712	10 624	10 463	-38.43	5.82	6.50	19	1.6	1.6	1.6
BKW	28.05	-10.7	1481	2716	2749	2852	2.79	1.20	2.80	10	4.3	4.3	4.3
CKW	285.75	-14.1	1697	900	847	842	17.16	21.82	18.20	16	1.6	1.6	1.6
Energiedienst	27.90	-26.4	925	1163	1233	1200	2.78	2.50	2.50	11	5.4	5.4	5.4
Repower	100.90	-42.1	442	2330	2354	2300	8.95	-50.00	8.00	13	4.0	4.0	4.0
Romande Energie	1087.00	+2.1	1239	579	575	570	-257.00	55.00	60.00	18	2.5	2.5	2.5

*per Ende September *Partizipationsscheine
Quelle: Bloomberg, eigene Schätzungen

Überzeugende Anlagestory fehlt

EUROPA Versorgeraktien bleiben ein schwieriger Sektor für Investoren.

Die Umwälzungen auf dem europäischen Energiemarkt sind nicht zu Ende. Dies zeigen die Schritte von Alpiq und Repower und die Aussagen aus dem Handelsgeschäft von Eon (vgl. Texte oben und rechts). Im Strommarkt hält der Preisdruck an. Der US-Schiefergasboom drückt die Kohlepreise, was bis auf den europäischen Strommarkt abstrahlt. Und im CO₂-Zertifikatemarkt ist trotz Zertifikatüberschüsse nicht in Sicht.

Da auch der Ausbau der unzuverlässigen Sonnen- und Windstromproduktion weitergeht, sind die traditionellen Versorger gezwungen, ihre unrentabel gewordenen Gas- und Kohlekraftwerkskapazitäten vom Markt zu nehmen. Doch gemäss dem Informationsdienst Platts sind derzeit in Europa noch über 20 Gigawatt (GW) Kapazität in gas- und kohlebetriebenen Kraftwerken in Bau. Die Überkapazitäten sind gemäss Christopher Delbrück, CEO von Eon Global Commodities, so gross, dass Stilllegungen nicht zur baldigen Erholung der Strompreise und da-

mit auch der operativen Margen in der Stromerzeugung führen dürften.

Gerade die von Atomausstieg und Renewables-Boom getroffenen deutschen Versorger Eon und RWE müssen sich dezentraler ausrichten. Aus Aktionärsicht ist das unschön: Viele Vermögenswerte sind weniger wert, und die Versorger sind zum Schrumpfkurs gezwungen, um ihre hohe Verschuldung zu senken.

Auch ist die Rentabilität neuer dezentraler Dienste schwierig einzuschätzen, da hier viele neue Wettbewerber wie IT- oder Telecomgesellschaften in den Markt eintreten. Kaum eine Stütze bietet derzeit auch der Gasmarkt. Hier haben die Liberalisierung und die Herausbildung von Spotmärkten die Margen unter Druck gesetzt. Durch den Shale-Gas-Boom in den USA ist der europäische Markt zudem gut versorgt, sodass die früher lukrativen Speicher kaum profitabel zu betreiben sind.

Lukrativer sind derzeit nur Beteiligungen ausserhalb West- und Zentraleuropas, was dank des internationaleren Portfolios für Eon und gegen RWE spricht. Doch das politische Umfeld bleibt schwierig. Die Ratingagentur Moody's erwartet für Eon und RWE negative Folgen aus der neuen Koalition in Berlin (Union und SPD). Investoren sollten deshalb das Risiko weiterer möglicher Dividendenkürzungen hier nicht ausser Acht lassen.

Die starke Ausrichtung auf Südamerika und auf das Renewables-Geschäft (Enel Green Power) stützt dagegen den italienischen Gas-Monopolisten Enel. Er kommt mit dem Abbau seiner sehr hohen Verschuldung voran, doch ist die Zukunft des hohen Staatsanteils weiter offen (ca. 31%), was die Kursfantasie begrenzt. Vorsicht ist bei den Titeln des AKW-Betreibers EDF (Frankreich) angezeigt, die eine Korrektur nötig haben. **DM**

«Dezentrale Einheiten im Strommarkt werden immer wichtiger»

Christopher Delbrück, CEO von Eon Global Commodities, sieht wegen Überkapazitäten im Angebote in weiter schwieriges Umfeld für den Strom- und Gashandel.

DIETEGEN MÜLLER, Düsseldorf

Wie die Schweizer Versorger Alpiq und Repower (vgl. Text oben) ist auch der deutsche Versorger Eon vom Umbruch auf dem Energiemarkt hart getroffen. Er steht durch Energiewende, US-Schiefergasboom und neue regulatorische Auflagen unter Druck. Das trifft auch die globale Handelseinheit Eon Global Commodities, die in dieser Form erst seit Frühjahr besteht. Sie handelt mit Strom, Gas, Kohle, Öl, Fracht, Emissionszertifikaten und dazugehörigen Derivaten. Wettbewerber sind Handelssparten anderer Versorger wie EDF, RWE oder GDF Suez, aber auch Schweizer Adressen wie Glencore, Gunvor oder Vitol sowie die Öl- und Gasmultis.

Seit Anfang Oktober leitet Christopher Delbrück die Einheit. Im Gespräch mit «Finanz und Wirtschaft» gibt er für den Strommarkt keine Entwarnung. Preislich sei keine Trendwende in Sicht. «Wir haben die paradoxe Situation von Überkapazität-