

Eon verspricht mit Radikalkur Stabilität

DEUTSCHLAND Der Energiekonzern spaltet sich in ein zentralisiertes und ein dezentrales Geschäft auf und grenzt damit auch Risiken aus dem AKW-Rückbau ab.

DIETEGEN MÜLLER, Frankfurt

Die deutsche Energiewende hat Eon in die Knie gezwungen. Überraschend spaltet das Management den grössten deutschen Versorger in zwei Einheiten auf, frei nach dem Motto: Eins plus eins ergibt mehr als zwei. Ob diese Strategie aufgeht, wird sich zeigen müssen. Die Börse begrüsst die strategische Radikalkur bereits: In Frankfurt zogen die Aktien am Montag 4,2% an.

An stabilen Dividenden interessierte Anleger dürften an der neuen Struktur Gefallen finden. Eon-Aktionäre sollen im zweiten Halbjahr 2016 statt einer Aktie zwei erhalten, die je den Wert der zu separierenden Bereiche spiegeln. Sie haben dann die Wahl, woran sie künftig beteiligt sein wollen: Sie können nur im besser kalkulierbaren Teil investiert bleiben, der die deutschen und internationalen Verteil- und Vertriebsnetze, die Erzeugung aus erneuerbarer Energie sowie Kundenservices umfasst. Im anderen Teil – böse Zungen sprechen von «Bad Bank», was nicht zu trifft – sind die Nuklear-, Kohle-, Gas- und Wasserkraftkapazitäten, das Rohstoffhandels-geschäft sowie ein Teil der Explorations- und Produktionsaktivitäten im Öl- und Gasbereich gebündelt.

Auch nimmt Eon neue Wertberichtigungen auf Vermögenswerte vor allem in Südeuropa über 4,5 Mrd. € vor. Das Spanien- und Portugalgeschäft geht an den australischen Investor Macquarie (Unternehmenswert: 2,5 Mrd. €). Das Italiengeschäft und die Nordsee-Gasförderung stehen zur Disposition. Für die «Übergangsjahre» 2014 und 2015 soll 0,50 € Dividende je Aktie (2013: 0,60 €) gezahlt werden.

Kern ohne Kernenergie

Eon-Chef Johannes Teysen sagte am Montag in einer Analystenkonferenz, es würden zwei «sehr fokussierte Unternehmen» gebildet. Der eine Teil, das künftige Kerngeschäft, sei kundenzentriert, lokal und dezentral ausgerichtet. Der Spin-off dagegen sei global, auf Versorgungssicherheit und zentral ausgerichtet und auf konventionelle Technologien beschränkt. Gemäss Teysen wird die Energiewelt künftig «noch komplexer und dynamischer».

Analyst Guido Hoymann vom Bankhaus Metzler hält die Trennung in zwei separate Einheiten für sinnvoll, wie er «Finanz und Wirtschaft» sagt: «Die Risiken aus der Atommüll-Entsorgung lassen sich für Investoren nun auf einen maximalen Wertverlust begrenzen, statt den ganzen



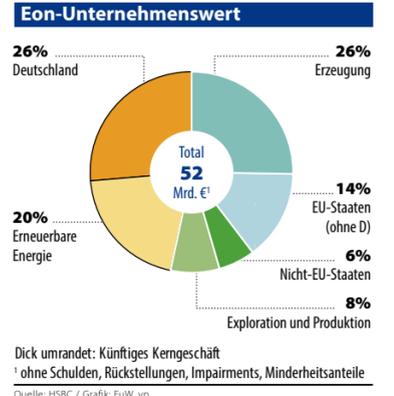
Eon will im Kerngeschäft künftig nur dezentrale Versorgung aus erneuerbarer Energie.

Konzern dauerhaft zu belasten». Der künftige Kernbereich könne so zu viel höheren Bewertungsvielfachen gehandelt werden, vergleichbar mit wachstumsschwachen, aber stabilen Versorgern wie SSE, sagt Hoymann. Diese kommen auf einen Unternehmenswert zu operativem Ergebnis (Ebitda) von etwa 10, während das konventionelle Erzeugungsgeschäft mit knapp der Hälfte dessen bewertet wird, so Hoymann. Eon ist derzeit mit rund dem 7,5-fachen Ebitda bewertet. Skeptischer ist die Grossbank Credit Suisse, die per se

keine Wertsteigerung sowie viele offene Fragen sieht und beide Unternehmens-teile nicht als «Pure Play», sondern weiter mit Konglomeratscharakter bewertet.

Wachstum in der Zukunft?

Eon betont, es handle sich im abzutrennenden Teil um Geschäft, das «Aufwärtspotenzial» habe, wenn am Markt die stabile Energieerzeugung wieder mehr Wert bekomme. Durch den exzessiven Ausbau schwankungsanfälliger Solar- und Wind-



Schweizer Versorger diversifiziert

Die Situation in der Schweiz ist nicht direkt mit Deutschland vergleichbar. So sind die Rahmenbedingungen noch im Fluss. Die Energiestrategie 2050, die einen Verzicht auf Atomkraft vorsieht, wird derzeit im Parlament diskutiert, ein Referendum ist möglich.

Zudem ist der Einfluss der öffentlichen Hand im Inland grösser. Im Fall der kotierten Alpiq und BKW haben Gemeinden bzw. Kantone direkt oder indirekt die Mehrheit, die nichtkotierte Axpo gehört vollständig den Nordostschweizer Kantonen und Kantonswerken. Eon weist keine staatlichen Anteilseigner aus, RWE schätzt den Anteil der kommunalen Aktionäre auf knapp ein Viertel.

Die Zürcher Kantonalbank geht zwar in einer Einschätzung zum Spin-off von Eon davon aus, dass es «auch bei anderen Stromversorgern verstärkt Druck für eine solche Lösung» geben könnte, seitens des Finanzmarkts. Die rechtlichen Anforderungen einer Separierung seien jedoch unter anderem aufgrund der Thematik um Kernkraftrückstellungen sehr umfangreich, heisst es.

Die grossen Stromkonzerne im Inland selbst sehen keinen Bedarf nach einer Aufspaltung. Für Axpo ist «ein solcher Umbau des Konzerns keine Option», wie das Unternehmen erklärt. Axpo sei seit zwölf Jahren in allen Wertschöpfungselementen der Energiebranche aktiv, um Schwankungen des Markts auszugleichen und Synergien zwischen den Geschäftseinheiten zu nutzen.

Sowohl Alpiq als auch BKW verweisen auf ihre neue Strategie von 2013 bzw. 2012.

Im Fall von Alpiq umfasst sie eine Verstärkung von Dienstleistungen in der Schweiz und im Ausland sowie den Fokus auf erneuerbare sowie flexible Energiequellen. Thermische Energie bleibt wichtig. Alpiq will weiter Kraftwerke mit fossilen Brennstoffen an europäischen Standorten betreiben. BKW sagt, es gebe keinen Anlass zu einer Umstrukturierung. Die Strategie basiere auf der Produktion, auf dem Netzgeschäft sowie auf Dienstleistungen. Pläne für Gaskraftwerke im Inland haben beide Unternehmen, sie könnten künftig noch zum Tragen kommen. CC

Enttäuschende Öl- und Gasmultis brauchen neue Strategien

INTERNATIONAL Zwischen 2001 und 2013 blieben die operativen Cashflows hinter dem steigenden Ölpreis zurück. Darunter litten die Aktienkurse.

MARTIN GOLLMER

Alle reden vom aktuellen Ölpreiserfall und wie die Erträge der Öl- und Gasmultis darunter leiden. Doch der lange Blick zurück zeigt, dass Supermajors ihre Chancen während Phasen steigender Ölnotierungen nicht nutzen: Während sich der Ölpreis zwischen 2001 und 2013 vervierfachte, konnten sich die operativen Cashflows der Multis nur verdoppeln. Kein Wunder, dass die Entwicklung der Aktien von Royal Dutch Shell, BP und Co. im selben Zeitraum dem breiten Markt nicht zu folgen vermochte (vgl. Grafik).

Die Lektion daraus ist, dass sich die Supermajors entweder mehr integrieren oder dann aufspalten sollten. Zudem sollten sie sich überlegen, Geld aus Investitionen mit geringer Rendite zu den Aktionären umzuleiten.

Investitionen verfünffacht

Das schreiben François Austin, Fergus MacLeod und Roland Rechtsteiner in einer Studie. Austin und Rechtsteiner sind Partner des Beratungsunternehmens Oliver Wyman und arbeiten in dessen Energieabteilung. MacLeod war Chef Strategie und Planung beim Energiemulti BP und ist nun Senior Adviser bei Oliver Wyman.

Im Gespräch mit «Finanz und Wirtschaft» erläutert Rechtsteiner die Gründe, warum die operativen Cashflows der Öl- und Gasmultis nicht im selben Mass zugenommen haben wie die Ölpreise. Beispielsweise seien «die Investitionen in die Exploration und Produktion von Öl und Gas stark gestiegen». Für ein Fass Öl hätte 2013 fünfmal mehr ausgegeben werden müssen als 2001. Die Explosion der Investition

tionen sei darauf zurückzuführen, dass Öl und Gas heute immer schwieriger zu finden und zu fördern sei. Stichworte dazu seien die Exploration und Produktion in tiefen und tiefsten Gewässern sowie in Schiefergestein.

Ein zweiter Grund ist gemäss Rechtsteiner, «dass die Wertschöpfung der Öl- und Gasmultis nicht gleich tief geblieben ist». Die Konzerne würden nämlich immer

mehr Arbeiten an die Öl- und Gasfelddienstleister auslagern, so dass eine Verschiebung der Wertschöpfung zu diesen hin erfolge. Die Konzentration auf die eigenen Stärken, das heisst, nur noch das zu machen, was man selbst am besten kann, sei dabei aber «ein prinzipiell richtiger Ansatz». Auch könne so das Risiko auf mehrere Partner verteilt werden.

Ebenfalls hätten sich, so Rechtsteiner, «die Verträge der Öl- und Gasmultis mit den Förderländern verändert». In diesen Verträgen, den sogenannten Produktions-teilungsabkommen, werde die Verbindung der Entschädigung des Ölförderers zum Ölpreis immer geringer, weil die Förderländer einen immer grösseren Teil der Ölpreissteigerung für sich beanspruchten. Auch gebe es immer mehr Verträge, die auf Servicegebühren beruhten. Schliesslich würden «die Konzerne neben Öl immer mehr Gas produzieren». Dieses werde aber mit einem Abschlag zu Öl gehandelt.

Welche Folgerungen ziehen die Oliver Wyman-Autoren aus den geschilderten Entwicklungen? Öl- und Gasmultis hätten zwei Optionen, schreiben sie: Erstens müssten sie sich überlegen, in einen breiten Kreis von Aktiva zu investieren, aus denen sie Wert generieren können. Rechtsteiner nennt das «vertikale Integration» oder «die Wertschöpfungstiefe erhöhen»:

Es gehe darum, selektiv Bereiche zu besetzen, die man selber machen wolle – etwa die Forschung und Entwicklung, die Digitalisierung der Öl- und Gasfelder in der Geologie oder die Systemintegration in der Exploration und Produktion.

Aktionäre nicht vergessen

Zweite Option für die Öl- und Gasmultis ist, sich aufzuspalten oder Geschäftsteile mit ungünstigem Risiko-/Renditeprofil abzuspalten. Denkbar sei etwa, das Downstreamgeschäft (Raffinierung und Marketing) vom Upstreamgeschäft (Exploration und Produktion) zu trennen. Oder im Upstreambereich könnte man sich auf die konventionelle Produktion beschränken und die teure unkonventionelle Förderung aus Schiefergestein verkaufen. Für beides gibt es schon Beispiele unter den Supermajors.

Lösen könnten sich die Öl- und Gasmultis auch von sehr risikoreichen Projekten. Denn je risikoreicher ein Vorhaben wird, desto geringer ist seine Kapitalrendite, sollten sich die Risiken materialisieren. Dabei gebe es gemäss Rechtsteiner einen «Punkt, an dem es interessanter wird, statt das Geld zu investieren, es in Form von Dividenden oder Aktienrückkäufen an die Aktionäre zurückzugeben».

