

Kaum Aussicht auf Besserung

SCHWEIZ Weil die klassische Stromproduktion nicht mehr rentiert, forcieren Versorger das Dienstleistungsgeschäft. Anleger sollten vorsichtig bleiben.

MARTIN GOLLMER

Niedrige Grosshandelspreise für Strom in Europa, starker Franken, hohe regulatorische Unsicherheit: So beschreibt ein Sprecher von Alpiq das Marktumfeld, in dem Schweizer Stromversorger gegenwärtig arbeiten. Aussicht auf baldige Besserung gibt es nicht. Kein Wunder, passen die Unternehmen ihre Geschäftsmodelle an. Das Zauberwort heisst dabei Energiedienstleistungen. Trotzdem: Die Lage wird noch länger schwierig bleiben.

Der Befund ist unerfreulich: «Die klassische Stromproduktion ist defizitär», sagt BKW-Chefin Suzanne Thoma. BKW gewinnt Strom schwergewichtig aus Atom- und Wasserkraft. «Die herkömmlichen Kraftwerke rentieren nicht mehr», konstatiert auch Carsten Schlufner, Analyst und Strategie bei der Grossbank UBS. Atom- und Wasserkraft, die in der Schweiz für 37,9 resp. 56,4% des Stroms verantwortlich sind (vgl. Grafik1), sind also in der Produktion zu teuer.

Überangebot an Strom

Gründe für diese Lage gibt es mehrere. Der Wichtigste: Die politisch gewollte, kräftige Förderung von erneuerbaren Energien hat zu einem massiven Ausbau insbesondere der Sonnen- und Windkraft geführt. Strom aus diesen Quellen flutet jetzt den europäischen Markt und hat zum freien Fall der Grosshandelspreise geführt (vgl. Grafik2).

Dem grossen Stromangebot steht zudem eine wegen schwacher Konjunktur und verstärkter Anstrengungen zu mehr Energieeffizienz sinkende Nachfrage gegenüber. Betrug der Pro-Kopf-Stromverbrauch in der Schweiz zur Jahrtausendwende noch etwas mehr als 7500 Kilowattstunden, liegt er nun leicht darunter (vgl. Grafik3).

Zum Problem der niedrigen Grosshandelspreise für Strom ist Anfang Jahr noch die Aufhebung der Anbindung des Frankens an den Euro gekommen, die zu einer starken Aufwertung der Schweizer Währung geführt hat. Das erschwert das Auslandsgeschäft der hiesigen Versorger.

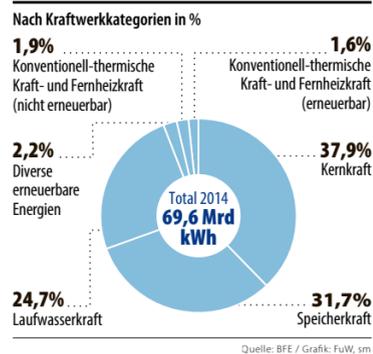
Auch ein Grund ist, dass die Preise für den Ausstoss des Treibhausgas CO₂ nach wie vor zu tief sind. Das führt dazu, dass mit Gas und – am problematischsten, weil



Stausee Lago di Livigno: Weil subventionierter Strom aus Sonne und Wind die europäischen Märkte flutet, haben schweizerische Wasserkraftwerke Mühe mitzuhalten. Ihre Produktion ist zu teuer und kann oft nur noch mit Verlusten abgesetzt werden.

BILD: GAETAN BALLY/KEYSTONE

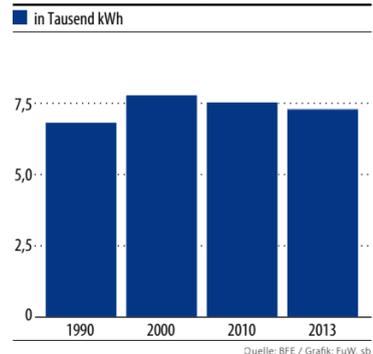
1 Stromproduktion der Schweiz



2 Strom-Grosshandelspreis



3 Stromverbrauch pro Kopf



am CO₂-intensivsten – Kohle weiter günstig Strom produziert werden kann.

Schliesslich hat die Schweiz den Atomausstieg beschlossen und baut das Energiesystem um. Das Parlament hat zwar mit der Beratung der Energiestrategie 2050 schon begonnen und erste Entscheide gefällt; substanzielle Teile des Massnahmenpakets sind aber noch unklar. Die resultierende Unsicherheit erschwert Investitionsentscheide.

Eine baldige Besserung dieses wirtschaftlichen und politischen Umfelds ist

nicht in Sicht. «Ich gehe nicht davon aus, dass sich die europäischen Grosshandelspreise demnächst erholen werden. Im Gegenteil: Es besteht noch weiteres Potenzial nach unten», sagt UBS-Mann Schlufner. Auch die Frankenstärke wird so bald nicht verschwinden. Und die politischen Mühlen mahlen bekanntlich langsam.

Angesichts dieser Situation lassen die Schweizer Stromversorger bei Investitionen Vorsicht walten. Repower etwa hat weit fortgeschrittene Kraftwerkprojekte auf Eis gelegt oder verkauft. Andere Vor-

haben werden an die gängigen Subventionsmechanismen angepasst mit dem Ziel, an den staatlich bereitgestellten Fördermitteln teilhaben zu können. Auch Romande Energie nimmt nur noch Projekte in Angriff, bei denen subventionierte Einspeisetarife die Profitabilität garantieren.

Neue Ertragsquellen gesucht

Weiter suchen die Versorger verzweifelt nach neuen Ertragsquellen, die sie unabhängiger machen von der Entwicklung des Strompreises. Alle haben deshalb begonnen, Dienstleistungen rund ums Energiegeschäft anzubieten. Beispiele sind Gebäudetechnik und Elektroinstallationen (etwa Alpiq und BKW), Energieeffizienz (BKW, Repower und Romande Energie), E-Mobilität (Energiedienst und Repower), Wärmelösungen und Wärmepumpen (Energiedienst und Romande Energie), Verkehrstechnik (Alpiq). Doch der Aufbau eines neuen Geschäftsfelds

braucht Zeit. Am weitesten fortgeschritten ist er bei Alpiq, die schon vor über zwanzig Jahren mit der Erbringung von Energiedienstleistungen begann. Trotzdem trägt der Geschäftsbereich Energy Services heute erst 20% zum Umsatz bei.

Trotz des Aufbruchs in neue Geschäftsfelder: «Die Stromsektor wird in den nächsten Jahren unter Druck bleiben», sagt Schlufner, der keinen einzigen der Schweizer Versorger auf seiner globalen Empfehlungsliste hat. Zwar notieren mit Ausnahme von Energiedienst alle Versorgeraktien unter Buchwert (vgl. Tabelle), was sie als potenzielle Value-Anlage erscheinen lässt. Doch ob sich dieser Wert mittelfristig realisieren lässt, ist angesichts des schwierigen Umfelds mehr als fraglich. Am besten positioniert sind noch Unternehmen wie BKW und Romande Energie, die ein bedeutendes Endkundengeschäft im regulierten Bereich haben, das ihnen einen kostendeckenden, stabilen Ertrag liefert (vgl. Textkästen unten).

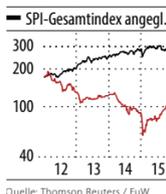
Schweizer Stromversorger in der Übersicht

	Kurs am 1.12. in Fr.	Perf. seit 1.1. in %	Markt-kap. in Mio. Fr.	Stromab-satz H1 in GWh	+/- in % ¹	Umsatz H1 in Mio. Fr.	+/- in % ¹	Gewinn/Verlust H1 in Mio. Fr.	+/- in % ¹	KBV	Div.-Rend. 2016 in %
Alpiq	105,10	+18	2993	47033	-6	3300	-19	-886	-	0,8	1,8
BKW	37,20	+28	2003	10735	+1	1278	-11	123	+34	0,8	4,0
Energiedienst ²	24,75	-16	820	4646	-12	498	-6	15	-32	1,1	4,9
Repower ³	59,25	-34	260++	8332	-8	922	-23	-108	-	0,5	-
Romande Energie	924,50	-8	1045	1599	-3	289	+1	-52	-	0,6	3,3

H1=Erstes Halbjahr 2015 KBV=Kurs-Buchwert-Verhältnis ¹Veränderung gegenüber erstem Halbjahr 2014 ²Umsatz und Gewinn in € ³Partizipationsscheine
Quelle: Unternehmen, Bloomberg

Problembelastet

Alpiq Holding N
Kurs: 105,10 Fr.



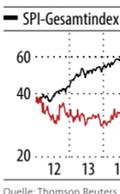
Alpiq ist der grösste Schweizer Stromkonzern und hat im vergangenen Halbjahr 3,3 Mrd. Fr. umgesetzt (vgl. Tabelle oben). Das von Olten aus gelenkte Unternehmen kämpft wie viele Branchennachbarn

mit einer rückläufigen Umsatz- und Gewinnentwicklung. **Alpiq musste zudem wegen der anhaltend tiefen Strompreise in den vergangenen fünf Jahren Wertberichtigungen in Milliardenhöhe vornehmen.** Zum Halbjahr waren es zuletzt 886 Mio. Fr., was zu roten Zahlen führte. Wasserkraft macht 43% der installierten Leistung von Alpiq aus, 40% Kohle und Gas, der Rest sind Kern- und erneuerbare Energien. **Seit 2011 verkauft das Unternehmen Beteiligungen und Kraftwerke im In- und Ausland, um die Verschuldung zu reduzieren.**

Wegen der unsicheren, teils negativen Ergebnissituation ist das zukünftige Kurs-Gewinn-Verhältnis wenig aussagekräftig. **Die Valoren gelten als verhältnismässig günstig und handeln unter Buchwert** (Kurs-Buchwert-Verhältnis: 0,8). Aktionäre konnten 2015 zwischen einer Bardividende von 2 Fr. und dem Bezug neuer Titel wählen. Die geschätzte Dividendenrendite beträgt 1,8%. **Die gute Performance der Papiere seit Jahresbeginn (+18%) ist operativ nicht zu begründen,** hängt aber mit dem konzentrierten Aktienbesitz (Free Float nur 12%) zusammen. Für Anleger sind die Titel derzeit nicht attraktiv. **EM**

Starke Leistung

BKW N
Kurs: 37,20 Fr.



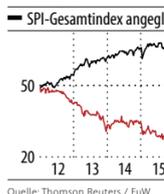
Die Berner Kraftwerke BKW hat gegenüber Alpiq oder Axpo einen grossen Vorteil: **Sie ist Besitzerin des grössten Stromverteilernetzes der Schweiz und profitiert dadurch von einem inländischen Endkunden-**

geschäft. Das garantiert verlässliche Einkünfte (in Franken) und mindert den Effekt der tiefen europäischen Strompreise. Auch BKW bekundet Mühe, den Umsatz zu halten, doch **dank erfolgreichem Energiehandel und Sparmassnahmen stimmt die Profitabilität.** Im ersten Halbjahr 2015 schaute ein gegenüber der Vergleichsperiode deutlich höherer Gewinn von 123 Mio. Fr. heraus (vgl. Tabelle oben). Die Berner erzeugen und beschaffen den Strom mehrheitlich aus dem Eigenhandel (47%), aus Atomkraftwerken (29%), aus der Wasserkraft (18%) und aus übrigen Quellen. **Auch BKW versucht die Abhängigkeit von der europäischen Strompreissetzung zu reduzieren** und forciert deshalb den Ausbau des Dienstleistungs- und Netzgeschäfts.

Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis für 2016 von 12 und einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 0,8 sind auch die Aktien von BKW verhältnismässig günstig. Zudem rentieren sie rund 4%. **BKW will sich als verlässliche Dividendenzahlerin etablieren** und stützt sich auf eine Ausschüttungsquote von 40 bis 50% des bereinigten Gewinns ab. Daran will sie trotz widrigem Umfeld festhalten. **EM**

Teure Wasserkraft

Energiedienst N
Kurs: 24,50 Fr.



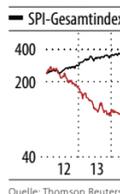
Energiedienst produziert zu 100% Strom aus Wasserkraft, den der in der Schweiz und in Süddeutschland aktive Versorger unter der Marke Naturstrom verkauft. **Diese Produktion hat einen hohen, kaum beeinflussbaren Fixkostenanteil.** In einem Umfeld sinkender Grosshandelspreise drückt das auf die Marge. Die Ergebnisse von Energiedienst sind denn auch rückläufig – im ersten Halbjahr 2015 sank der Umsatz 6%, und der Gewinn brach ein Drittel ein (vgl. Tabelle oben).

Das Unternehmen erarbeitet deshalb eine neue Strategie, um in einem Markt bestehen zu können, der nicht mehr auf zentrale Kraftwerke allein ausgerichtet ist. «Dezentrale Erzeugung und dezentraler Verbrauch werden künftig eine herausragende Rolle in der Energieversorgung spielen», sagt CEO Martin Steiger. Energiedienst will dieser Entwicklung Rechnung tragen und hat den Geschäftsbereich «Innovation und neue Geschäftsfelder» gegründet. Bereits zuvor hatte sie den Bereich «Wärme- und Energielösungen» aufgebaut.

Gemäss Steiger tragen die neuen Geschäftsideen noch nicht zum Unternehmensergebnis bei. Erst wenn das der Fall ist, können sich Anleger ein Engagement in Energiedienst wieder überlegen. In der Zwischenzeit ist mit weiter rückläufigen Ergebnissen und – damit verbunden – Dividendenkürzungen zu rechnen. **MG**

Doppelt gestraft

Repower PS
Kurs: 59,25 Fr.



Als Versorger mit hoher Eigenproduktion und Auslandspräsenz in Italien, Deutschland und Rumänien trifft Repower nicht nur der Verfall der Grosshandelspreise für Strom hart. **Das Bündner Unternehmen leidet auch stark unter der Freigabe des Frankenkurses.** Es erzielt nämlich einen grossen Teil des Umsatzes in Euro, während substanzielle Kostenanteile in Franken anfallen und der Versorger auch in Franken abrechnet. **Niedrige Energiepreise und die Währungssituation belasten den Wert der Repower-Aktiva,** der im ersten Halbjahr 2015 um 39 Mio. Fr. nach unten korrigiert werden musste. Alle Effekte zusammen ergaben einen Verlust von 108 Mio. Fr. (vgl. Tabelle oben).

Anpassungsmassnahmen laufen seit 2013. So hat Repower die Dividende gestrichen, ein Programm zur Erhöhung der Kosteneffizienz gestartet und Kraftwerkprojekte auf Eis gelegt oder verkauft. **Auch die Strategie wird überprüft – das Unternehmen soll unabhängiger vom Strompreis werden.** Eingeleitet wurde die Entwicklung innovativer Produkte und Dienstleistungen etwa in den Bereichen der Energieeffizienz, der Systemintegration und -steuerung oder der E-Mobilität. Der Umbau des Unternehmens braucht aber Zeit. Für Anleger gibt es vorderhand keinen Grund, in Repower einzusteigen – auch wenn die Partizipationsscheine deutlich unter Buchwert notieren. **MG**

Operativ solide

Romande Energie N
Kurs: 924,50 Fr.



Eigentlich befindet sich Romande Energie in einer beneidenswerten Situation. **Der Westschweizer Versorger produziert nur 15% des an Kunden abgesetzten Stroms selbst.** Den grossen Rest kauft er auf dem europäischen

Markt zu Tiefpreisen. **Zudem weist Romande Energie ein grosses Endkundengeschäft auf:** Über 300 000 Haushalte in der Westschweiz werden bedient. In diesem Geschäft herrschen regulierte Tarife, was dem Versorger einen kostendeckenden, stabilen Ertrag beschert. Im ersten Halbjahr 2015 schaute denn auch ein leicht gestiegenes Betriebsergebnis von 50 Mio. Fr. heraus.

Doch Romande Energie ist über die EOS Holding indirekt an Branchennachbar Alpiq beteiligt. Dieser nahm im ersten Halbjahr 2015 hohe Wertberichtigungen und Rückstellungen vor (vgl. Box links aussen). Wegen der indirekten Beteiligung schlug das auf das Ergebnis von Romande Energie durch, sodass unter dem Strich ein Verlust von 52 Mio. Fr. resultierte (vgl. Tabelle oben). Investoren, die einen solchen negativen «Alpiq-Effekt» verkraften können, ist eine Anlage in Romande Energie zu empfehlen. **Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis für 2016 von 14 ist die Bewertung moderat.** Auch das Kurs-Buchwert-Verhältnis von 0,6 weist auf eine günstige Bewertung hin. Der Verwaltungsrat bemüht sich zudem, eine stabile oder sogar leicht steigende Dividende zu garantieren, was angesichts der soliden operativen Leistung auch möglich sein sollte. **MG**