

# Stromversorger müssen sich neu erfinden

**EUROPA** Die konventionelle Erzeugung rentiert bei den heutigen Marktpreisen nicht mehr. Die Konzerne weichen deshalb ins regulierte Geschäft aus.



Raus aus der traditionellen Stromerzeugung, rein in die Netze, heisst die Devise.

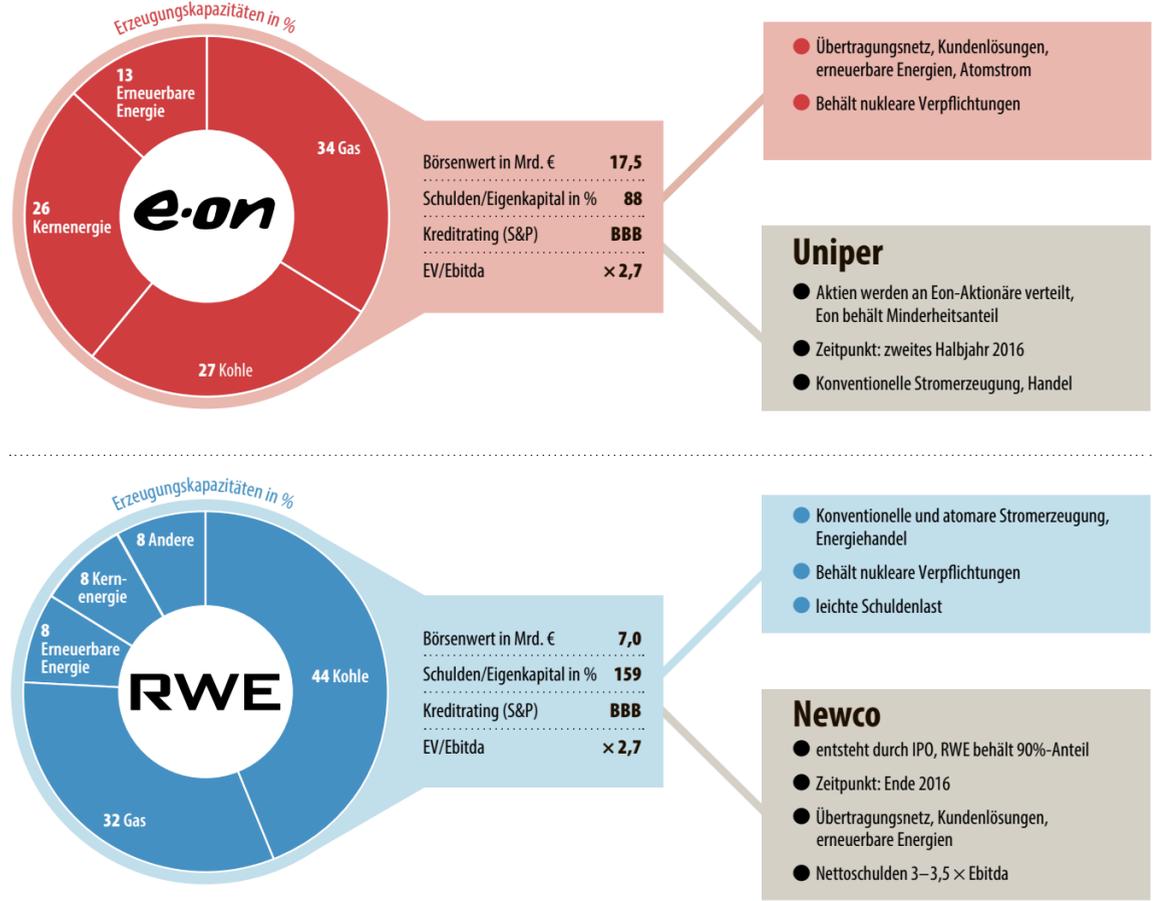
## Kennzahlen wichtiger europäischer Stromversorgungsunternehmen

	Kurs am 3.6. in LW	Perf. seit 1.1. in %	Marktkap. in Mrd. €	Umsatz in Mrd. €			Gewinn/Verlust pro Aktie in €			KGV	Div.-Rendite
				2015	2016 <sup>A</sup>	2017 <sup>A</sup>	2015	2016 <sup>A</sup>	2017 <sup>A</sup>		
<b>Integrierte Versorgungsunternehmen</b>											
Enel (€)	4.07	+4,7	41,4	72,6	74,0	74,1	0,23	0,31	0,33	13	4,4
Iberdrola (€)	6.04	-7,8	37,7	31,4	33,1	33,9	0,38	0,40	0,42	15	4,8
Engie (€)	13.54	-17,1	33,0	69,9	69,0	69,3	-1,90	1,05	1,09	13	7,4
Eon (€)	8.74	-2,1	17,5	116,2	112,0	111,1	-3,60	0,79	0,70	11	4,4
RWE (€)	12.07	+3,1	7,0	46,4	46,1	46,0	-0,28	0,99	1,06	12	2,5
<b>Betreiber von Stromverteilnetzen</b>											
National Grid (£)	9.69	+3,4	46,8	20,6	21,1	21,6	0,94	0,90	0,82	15	4,6
Red Electrica (€)	79.34	+2,9	10,7	2,0	2,0	2,0	4,48	4,81	4,95	16	4,3
Terna (€)	4.95	+4,2	10,0	2,0	2,1	2,2	0,30	0,28	0,30	18	4,2

LW=Landeswährung A=Schätzung KGV=Kurs-Gewinn-Verhältnis 1=per Ende März

Quelle: Bloomberg

## Grosse deutsche Stromversorgungsunternehmen spalten sich auf



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, Financial Times / Grafik: FuW, ck

## MARTIN GOLLMER

Zusammen über 100 Mrd. € Börsenwert haben die drei grossen, traditionellen Stromversorgungsunternehmen Eon und RWE (beide Deutschland) sowie Engie (Frankreich, früher GDF Suez) seit 2008 verloren. Sie leiden unter dem Wandel der Energiemärkte. Jetzt versucht sich die Branche in Schadensbegrenzung. Alle drängen in die regulierten Bereiche der Energiemärkte, wo langfristig stabile Erträge winken. Hier bieten sich auch Anlegern die besten Chancen.

2008 kostete Strom an der Europäischen Energiebörse EEX 85 € pro Megawattstunde (MWh). Dann brach die Finanz- und Wirtschaftskrise aus und die Stromnachfrage ein. Weil gleichzeitig das Streben nach mehr Energieeffizienz einsetzte, erholte sie sich nie mehr. Dazu kam der subventionierte Aufstieg der Windkraft und der Photovoltaik. Das führte zu einem Überangebot an Strom. Die Folge war, dass der Grosshandelsstrompreis in den Keller fiel. Im ersten Quartal dieses Jahres erreichte er mit 22 €/MWh einen Tiefpunkt. Aktuell notiert er wieder etwas höher bei 26 €/MWh.

## Verheerender Preiszerfall

Die Wirkung des Strompreiszerfalls auf das Geschäft der Versorgungsunternehmen ist verheerend. «Bei den aktuellen Preisen bringt ein Grossteil der konventionellen Erzeugung – Wasser, Kohle, Gas, Atom – Verluste», konstatiert Carsten Schlüter, Analyst bei der UBS. Versorgungsunternehmen haben aber nicht nur mit der Erosion des Strompreises zu kämpfen. Sie sehen sich auch einer Ero-

sion der Kunden gegenüber. Diese erzeugen immer häufiger selbst Strom. Auf dem Dach haben sie eine Photovoltaikanlage und im Keller einen Batteriespeicher.

Dazu kommen in gewissen Ländern noch spezifische Probleme – in Deutschland und der Schweiz etwa durch den mit der Energiewende angestrebten Ausstieg aus der Atomkraft. Atomkraftwerke werden dort deshalb in den nächsten Jahren stillgelegt und rückgebaut. Dadurch entstehen den Versorgungsunternehmen Kosten in Milliardenhöhe, wofür aber schon Rückstellungen gebildet wurden.

Die Reaktion auf diesen Wandel sei «sehr, sehr langsam» gekommen, urteilt Schlüter. Als der Strompreis schon auf 40 €/MWh gesunken war, versuchten die Konzerne immer noch mit konventionellen Massnahmen – Kostensenkungen, Investitionskürzungen, Aktivverkäufe – durchzukommen. Weil der Kraftwerkpark wegen des Preiszerfalls an Wert verlor, wurden zudem Abschreibungen im grossen Stil vorgenommen. Seit 2010 beläuft sich die Summe der Wertberichtigungen in der Branche gemäss einer Studie von Jefferies auf 104 Mrd. €.

Doch als der Strompreiszerfall nicht aufhören wollte, wuchs mancherorts die Überzeugung, dass radikalere Massnahmen notwendig waren. So beschlossen Eon und RWE eine Aufspaltung ihrer Unternehmen (vgl. Grafik). Eon entschied, die konventionelle Stromerzeugung und den Energiehandel auszulagern und an die Börse zu bringen. Das Stammhaus sollte die Erzeugung aus erneuerbaren Energien, die Atomkraftwerke, die Übertragungsnetze und das Energiedienstleistungsgeschäft behalten. Die Eon-Aktionäre entscheiden über die Aufspaltung

Mitte kommender Woche. RWE wählte den umgekehrten Weg und will die konventionelle und atomare Stromerzeugung sowie den Energiehandel im Stammhaus behalten. Die Erzeugung aus erneuerbaren Energien, die Übertragungsnetze sowie das Energiedienstleistungsgeschäft werden dagegen abgespalten und an die Börse gebracht.

Auch Engie restrukturiert radikal. Der Konzern verkauft einen Grossteil seines konventionellen Kraftwerkparcs. Aus den Verkäufen sollen bis zu 15 Mrd. € gelöst werden. Mit dem Geld will Engie die erneuerbare Erzeugung aus Wasser, Wind und Sonne ausbauen und ins Geschäft mit der Energieinfrastruktur einsteigen.

## Die Politik soll's richten

«Unternehmen, die viel konventionelle Erzeugung haben, müssen sich neu erfinden», bilanziert Andreas Schneller, Manager des Energy Utility Fund bei EIC Partners. Deutlich wird der Trend, das Geschäft in den regulierten Bereichen der Energiemärkte – erneuerbare Quellen, Verteilnetze – auszubauen. Dort winken langfristig stabile Erträge und eine höhere Unabhängigkeit vom Marktpreis für Strom. Hoffnung ist, dass die politischen Rahmenbedingungen über längere Zeit unverändert bleiben. Zudem versuchen die Konzerne, bei den Leuten im Geschäft zu bleiben, die ihren Strom zunehmend selbst produzieren, und bieten ihnen Dienstleistungen in Bereichen wie Energieeffizienz oder Photovoltaikanlagenbau und -unterhalt an.

Südeuropäische integrierte Versorgungsunternehmen wie Enel (Italien) und Iberdrola (Spanien) haben diesen Weg bewusst früher eingeschlagen als ihre nord-europäischen Konkurrenten und weisen heute Einnahmen aus regulierten Geschäften von 60% bzw. 80% aus. Für Anleger sind sie vorläufig interessanter als Eon, RWE und Engie, die den Umbau ihrer Unternehmen erst eingeleitet haben.

Chancen bieten Anlegern auch Unternehmen, die Stromnetze betreiben wie National Grid (Grossbritannien), Red Electrica (Spanien) oder Terna (Italien). Die Tarife für die Durchleitung von Strom durch ihre Netze sind reguliert; die Mengen schwanken kaum. Das generiert langfristig verlässliche Einnahmen. Wie alle Versorgungsunternehmen sind auch die Verteilnetzbetreiber gute Dividendenzahler (vgl. Tabelle).

## Strategie in der Schweiz variiert

Unter den in der Schweiz kotierten Versorgern hat sich die Berner BKW mit den Umständen in der Branche gut arrangiert. Ziel des Managements ist es, das Unternehmen mit stabilem Betriebsergebnis durch die Krise im Sektor zu führen, wie CEO Suzanne Thoma im Interview mit FuW erklärte (vgl. www.fuw.ch/040616-8). Der Beitrag des regulierten sowie des strompreisunabhängigen Geschäfts dürften nach Schätzungen der ZKB auf rund 80% steigen. Dazu trägt das Geschäft mit gebundenen Schweizer Kunden in der Grundversorgung bei, aber auch der Ertrag aus Solar- und Windparks sowie das Geschäft mit Energiedienstleistungen. Die Bewertung spiegelt diesen Umstand noch nicht vollständig, gemessen am Kurs-Buchwert-Verhältnis (vgl. Tabelle). Das Kurs-Gewinn-Verhältnis ist als Massstab nur bedingt geeignet, da Sondereffekte den Gewinn jedes Jahr unterschiedlich stark beeinflussen.

**Einen strategischen Kontrapunkt setzt Energiedienst.** «Wir streben nicht danach, das regulierte Geschäft auszubauen. Denn mit einem solchen Ansatz macht sich ein Unternehmen stark abhängig von politischen Entscheidungen und es gibt kaum mehr betriebswirtschaftlichen

Spielraum», sagt Finanzchef Klaus Müller im Gespräch mit FuW. Der Versorger setzt Strom an Kunden in der Schweiz und vor allem in Deutschland ab. Deutschland liberalisierte den Strommarkt schon Ende der Neunzigerjahre, während Energiedienst im teilgeöffneten Schweizer Markt nur nichtgebundene Grosskunden beliefern kann. In beiden Fällen schlägt der tiefe Grosshandelspreis voll zu Buche. Energiedienst will künftig mehr Einnahmen «hinter dem Stromzähler» erzielen und setzt auf einen Ausbau des Geschäfts mit Energielösungen. Vorerst lastet die Situation jedoch auf der Ertragskraft. Anleger haben 2016 aber Aus-sicht auf 4,4% Rendite.

**Die Westschweizer Romande Energie profitiert vom gedrückten Grosshandelspreis für Strom.** Denn nur rund 15% der Elektrizität, die sie an Kunden verkauft, stammen aus eigener Produktion. Das Unternehmen kann sich also günstig am Markt mit Energie eindecken. Über Umwege spürt allerdings auch Romande Energie die Probleme der Branche – das Unternehmen ist indirekt zu 9% an Alpiq beteiligt, die schon wenige Jahre nach ihrer Gründung 2009 mit der Restrukturierung begann – ein Prozess, der bis heute andauert. **Alpiq ist nicht nur stark marktorientiert, was gegenwärtig kein Vorteil ist, sondern muss auch am Erhalt der Kapitalmarktfähigkeit arbeiten.** Das Unternehmen stösst zum Abbau der Verschuldung auch Assets ab, die zum Tafelsilber gezählt werden dürfen (vgl. www.fuw.ch/040616-9). Das Unternehmen könnte 2016 nochmals rote Zahlen schreiben, und die Dividende ist vorerst ausgesetzt.

Alle Finanzdaten zu den Unternehmen im Online-Aktienführer:

- www.fuw.ch/BKW
- www.fuw.ch/EDHN
- www.fuw.ch/HREN
- www.fuw.ch/ALPH

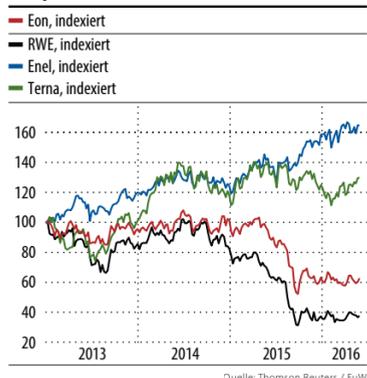


## Grosshandels-Strompreis



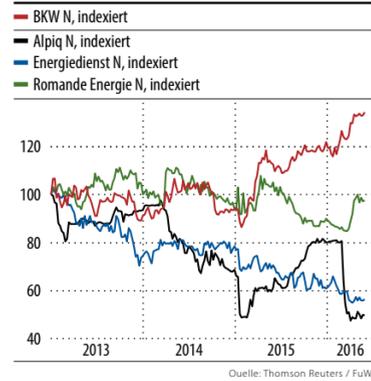
Quelle: Thomson Reuters / FuW

## Europäische Stromaktien



Quelle: Thomson Reuters / FuW

## Schweizer Stromaktien



Quelle: Thomson Reuters / FuW

## Kennzahlen kotierter Schweizer Elektrizitätsunternehmen

in Fr.	Performance seit Jahresbeginn in %	Börsenwert in Mio.	Umsatz in Mio.		Gewinn je Aktie		KGV	KBV	Rendite
			2015	2016 <sup>A</sup>	2015	2016 <sup>A</sup>			
BKW	+12,9	2265	2534	2530	5,29	3,20	13	0,8	3,7
Alpiq	-38,0	1812	6715	6340	-31,73	-7,60	-	0,5	-
Romande Energie	+7,8	1178	600	620	-6,00	65,00	16	0,7	3,2
Energiedienst	-7,2	746	1085 <sup>1</sup>	1078 <sup>1</sup>	1,30 <sup>1</sup>	1,10 <sup>1</sup>	21	0,9	4,4

<sup>1</sup>umgerechnet, Berichtswährung Euro <sup>A</sup>Schätzung KGV = Kurs-Gewinn-Verhältnis KBV = Kurs-Buchwert-Verhältnis

Quelle: Unternehmen, Bloomberg, FuW-Aktienführer