

Stromkonzerne leiden weiter

SCHWEIZ Der Preisanstieg im Grosshandel seit Februar hat vorerst kaum Auswirkungen auf das Geschäft.

MARTIN GOLLMER

Seit dem Mehrjahrestief im Februar steigt der Grosshandelspreis für Strom wieder. Das Schlimmste für die Schweizer Versorger ist damit ausgestanden, auch wenn sich der Preis in den letzten Wochen nurmehr seitwärts bewegte (vgl. Grafik). Die Auswirkungen auf das Geschäft der Elektrizitätskonzerne ist vorerst beschränkt – vor allem weil sie Strom im Voraus verkaufen oder kaufen. Von einer Trendwende will noch niemand sprechen.

Jahrelang kannte der Preis für Grundlaststrom an der europäischen Energiebörse EEX nur eine Richtung: abwärts. Hauptgrund war die stark steigende Erzeugung von subventionierten Strom aus Sonne und Wind – vor allem in Deutschland. Das führte zu einem Überangebot auf dem europäischen Markt, weil zugleich die Nachfrage aufgrund einer schwachen Konjunktur und zunehmender Bemühungen zur Steigerung der Energieeffizienz kaum mehr stieg. Die Stromerzeugung aus konventionellen Energieressourcen – Kohle, Gas, Wasser, Uran – verlor dadurch an Wettbewerbsfähigkeit. Die Folge waren hohe Wertberichtigungen auf den konventionellen Kraftwerken. So musste etwa Alpiq, der grösste Schweizer Stromversorger, in den Jahren 2011, 2012, 2014 und 2015 zum Teil milliardenhohe Abschreibungen vornehmen. Das trieb den Konzern tief in die roten Zahlen. Die Markteffekte und hohe Devestitionen zur Schuldenreduktion führten zu einer Halbierung des Umsatzes (vgl. Kasten).

Der Kohlepreiseffekt

Nun hat der Zerfall der Grosshandelspreise für Strom sein Ende gefunden. Im Februar erreichte er ein Mehrjahrestief von rund 22€ pro Megawattstunde (MWh). Bis Juni sind die Preise dann gestiegen; seither bewegen sie sich bei beträchtlicher Volatilität seitwärts. Aktuell beträgt der Preis pro MWh Grundlast für das Jahr 2017 an der EEX rund 27€.

Hauptgrund für den Anstieg ist die Erhöhung der Kohlepreise aufgrund einer niedrigeren Produktion in China, einer steigenden Nachfrage in Asien und eines niedrigen Lagerbestands in Europa. Der Zusammenhang mit den Strompreisen ergibt sich dadurch, dass das Kraftwerk mit den höchsten Kosten, das die jeweilige Nachfrage bedient, den Preis (Grenzkosten) bestimmt. Da das aktuell Kohlekraftwerke sind, führen steigende Kohlepreise zu steigenden Strompreisen.

Ein weiterer Faktor, der die Strompreise bestimmt, sind die Notierungen für Zertifikate für den Ausstoss von Kohlendioxid (CO₂). Auftrieb für die Strompreise gab es dabei in letzter Zeit durch das Aufkommen einer Diskussion über die Einführung einer CO₂-Steuer in Frankreich.

Keine Trendwende

Carsten Schlufner, der für die Grossbank UBS Versorgungsunternehmen analysiert, mag im Strompreisanstieg seit Februar aber «noch keine Trendwende» sehen, wie er auf Anfrage sagt. Denn bei den Hauptfaktoren, die den Strompreis bestimmen, Angebot und Nachfrage von Strom, blieben «strukturelle Probleme» bestehen: «Es gibt ein Überangebot, gleichzeitig steigt die Nachfrage nur schwach. Der Strompreis wird deshalb niedrig bleiben.»

Auch Daniel Steger, Portfoliomanager für den Energieinfrastrukturfonds beim Asset-Manager EIC Partners, will nicht von einer Trendwende sprechen: «Der Ausbau der erneuerbaren Energien übt weiterhin Druck auf die Strompreise aus. Ich erwarte, dass sich diese in nächster Zeit seitwärts bewegen.»

«Der Angebotsüberhang am Strommarkt baut sich nicht wirklich ab», heisst es auch beim Versorger BKW. «Der langsam einsetzenden Stilllegung von fossiler Erzeugungskapazität steht ein weiterhin anhaltender Zubau von erneuerbaren Energien gegenüber. Solange das nicht ändert, ist es für einen anhaltenden Aufwärtstrend noch zu früh.»

Was heissen die jüngsten Entwicklungen für die Schweizer Elektrizitätsunternehmen? «Der Strompreisanstieg hat

Strom- und Kohlepreis



Kennzahlen von Schweizer Stromversorgern

	Kurs am 16.8.		Perf. seit 1.1. in %	Marktkap. in Mio. Fr.	Umsatz in Mio. Fr.			Gewinn/Verlust pro Aktie in Fr.			KGV	KBV	Div.-Rendite 2016 in %
	in Fr.	in %			2015	2016 ^A	2017 ^A	2015	2016 ^A	2017 ^A			
Alpiq	78.10	-25,6	2177	6715	6634	6692	-31,73	-7,60	-6,15	-0,60	0		
BKW	44,90	+18,2	2371	2534	2610	2612	5,71	3,20	3,15	14,00	0,90	3,6	
Energiedienst	23,95	-1,2	794	1049	1052	1061	1,26	1,10	1,15	22,00	1,00	4,2	
Romande Energie	1004,00	+4,8	1145	600	n.v.	n.v.	-5,57	65,00	70,00	16,00	0,60	3,3	

A=Schätzung KGV=Kurs-Gewinn-Verhältnis KBV=Kurs-Buchwert-Verhältnis
Quelle: Bloomberg, Finanz und Wirtschaft

Urteil mit finanziellen Folgen

Schweizer Stromkonzerne müssen wegen eines Urteils des Bundesgerichts über die Bücher. Es geht um die Frage, wie die Endkundertarife vor dem Hintergrund des Preisgefälles zwischen selbst produzierter Elektrizität und im Grosshandel beschaffenen Stroms kalkuliert werden. **Betroffen sind Versorger, die vergleichsweise hohe Produktionskosten der eigenen Kraftwerke auf Privatkunden und kleine Unternehmen überwältigen haben und den günstigeren Strom vom Markt den Grosskunden in Rechnung gestellt haben.** Nur Letztere können den Anbieter wechseln. Weil die Praxis seit Jahren strittig ist, dürften Millionenbeträge im Raum stehen.

Es sei unzulässig, «die Eigenproduktion lediglich an die Endverbraucher in der Grundversorgung und den Einkauf lediglich den freien Kunden anzulasten, da somit nur die freien Kunden von Preisvorteilen profitieren würden», hält der Regulator, die Eidg. Elektrizitätskommission (ElCom), im jüngsten Newsletter fest. «Soweit die Unternehmen Gesetz und Verordnung anders interpretiert haben, müssen sie jetzt ihre bisherigen Berechnungen überarbeiten. Allfällig zu hohe vereinnahmte Tarife müssen sie über künftige Tarifsenkungen kompensieren», sagt ElCom-Sprecher Simon Witschi.

Unter den kotierten Schweizer Versorgern steht aufgrund ihres Geschäftsmodells (viel eigene Produktion, viele Endkunden) vor allem BKW im Fokus. Das Unternehmen erklärte auf Anfrage, das Urteil zu analysieren. Zu den möglichen finanziellen Folgen wollte sich der Berner Stromkonzern nicht äussern. Lediglich knapp ein Vier-

tel der Gesamtproduktion gehe zu regulierten Preisen an Kleinkunden in der Grundversorgung, die Gewinnmarge sei dort klein, hatte BKW vor einigen Monaten auf Anfrage von «Finanz und Wirtschaft» gesagt. Auch Romande Energie hält sich bedeckt. «Wir analysieren derzeit das Bundesgerichtsurteil und seine möglichen Auswirkungen auf unsere Prozesse und Aktivitäten», heisst es. **Zwar haben auch die Westschweizer viel gebundene Kunden in der Grundversorgung. Der Anteil eigen produzierter Elektrizität ist bei Romande Energie aber viel kleiner als bei BKW.**

Aus dem Schneider ist Energiedienst, die keine Privatkunden in der Schweiz hat. Alpiq sieht sich mangels gebundener Endkunden in der Grundversorgung ebenfalls nicht direkt von dem Urteil betroffen. **Allerdings hat sich Alpiq jüngst von Beteiligungen an zwei Unternehmen mit Endkundenbezug getrennt.** Es handelt sich um die Alpiq Versorgungs AG (AVAG) in Olten, die an ein Konsortium von Versorgern und institutionellen Investoren ging, sowie um den 38,7%-Anteil an der AEK Energie in Solothurn, welche BKW übernahm.

Seit Längerem verkauft der Konzern Assets im In- und Ausland für den Schuldenabbau. Die Veräusserung eines 49%-Anteils am Alpiq-Wasserkraftportfolio steht aus. Die neue Rechtslage könnte dessen Attraktivität schmälern. Denn die Produktionskosten zahlreicher Wasserkraftwerke liegen über dem Marktpreis für Strom. Es sei denkbar, dass sich das Urteil weiter negativ auf die finanziell schon angeschlagene Wasserkraft auswirke, so der Branchenverband VSE. **CC**

kurzfristig kaum Auswirkungen auf das Geschäft der Versorger, weil der Strom, den sie produzieren, im Voraus verkauft wird», bilanziert Schlufner. «Und der Preis des Stroms, der jetzt verkauft wird, ist immer noch niedriger als in den vergangenen Jahren. Das wird den Versorgern deshalb kaum helfen.»

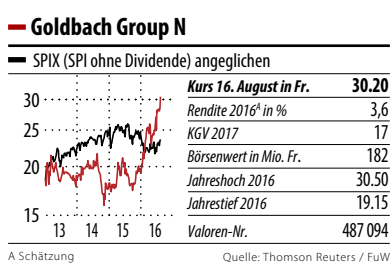
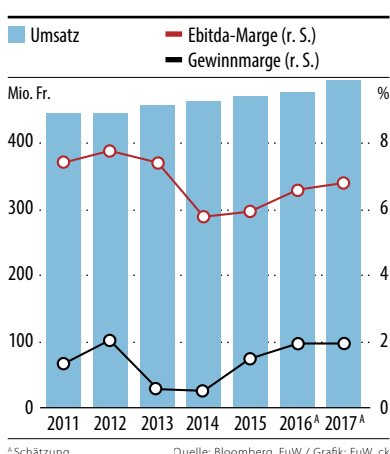
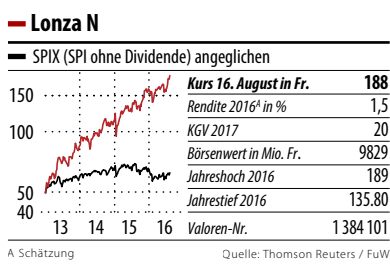
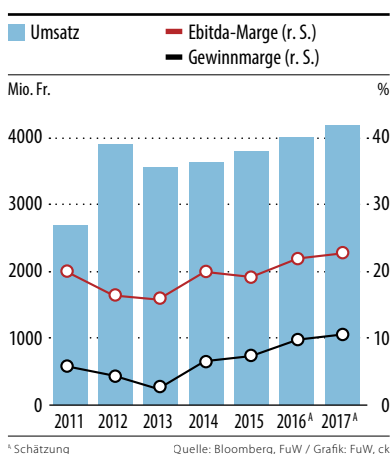
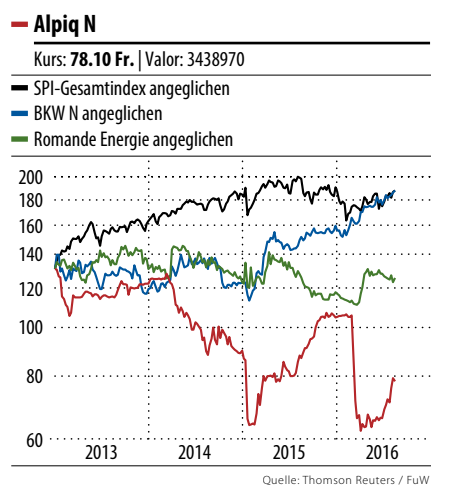
«Wir sichern Kundenverträge ab, sobald sie unterschrieben sind», erläutert der deutsch-schweizerische Versorger Energiedienst seine Verkaufspolitik. «Dies sowie die Absicherung der Kraftwerkserzeugung laufen damit über einen längeren Zeitraum. Dadurch wird eine Preisentwicklung, wie sie zurzeit zu sehen ist, nivelliert. Die Auswirkungen auf das Geschäft sind deshalb marginal.»

Auch Romande Energie sieht «nur einen schwachen finanziellen Effekt» auf das Geschäft. Der Westschweizer Versorger produziert nur 17% des an Kunden abgesetzten Stroms selbst. Er tritt am Markt deshalb überwiegend als Strom-einkäufer auf. Um das Preisrisiko zu mildern, arbeitet auch Romande Energie mit einer langfristigen Einkaufspolitik.

Selektiv investieren

An den Empfehlungen für Anleger ändert der jüngste Preisanstieg für Strom nichts. Die Hände zu lassen sind von Versorgern, die im unregulierten Bereich aktiv und voll den Marktpreisen ausgesetzt sind. Dazu gehören Alpiq und Energiedienst. Alpiq hat die Dividende suspendiert, bei Energiedienst ist sie in Gefahr.

Investiert werden kann dagegen in BKW und Romande Energie. Sie verfügen über ein grosses Endkundengeschäft und besitzen Verteilnetze. Beide Aktivitäten finden im regulierten Bereich statt, in dem kostendeckende Preise verlangt werden können. Portfoliomanager Steger ist mit seinem Energieinfrastrukturfonds in BKW und Romande Energie investiert. Attraktiv findet er auch deren Dividendenrendite (vgl. Tabelle). Analyst Schlufner führt keine Schweizer Versorger auf seiner Empfehlungsliste. Sehr viel Negatives sei in ihren Aktien zwar schon eingepreist. Aber es gebe auch keine positiven Trigger.



Kraftwerk Rheinfelden: Trotz gestiegener Strompreise rentiert die Erzeugung aus Wasserkraft noch immer kaum.

BILD: MIKA TAKAHARA/PLANPICTURE

BILD: JAN RYSEK/KEystone