

Versorger-Aktien steigen in der Anlegergunst

EUROPA Das wirtschaftliche und politische Umfeld der Stromkonzerne hat sich merklich verbessert. Für Value-Investoren eröffnen sich weiterhin gute Chancen.

MARTIN GOLLMER

Das Schlimmste scheint für die europäischen Stromversorgungsunternehmen ausgestanden. Die Grosshandelspreise für Strom, die jahrelang auf Talfahrt waren, sind wieder gestiegen. Auch beginnen die während der Zeit der Strompreisbaisse eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen Früchte zu tragen. Die meisten Versorgeraktien sind denn auch seit Anfang Jahr ziemlich gut gelaufen (vgl. Tabelle).

Das Sentiment der Anleger gegenüber Stromversorgungsunternehmen habe sich in den vergangenen Monaten «klar verbessert», stellt auch Carsten Schluffer, Analyst bei der UBS, fest. Wichtigster Grund: Die Gewinnaussichten der Stromkonzerne haben sich verbessert. Eine Ursache dafür ist die Trendwende bei den Grosshandelspreisen für Strom. Sie haben sich nach jahrelanger Baisse von ihrem Tief bei 20€ pro Megawattstunde (MWh) für einen Grundlastterminkontrakt im Winter 2016 erholt und notieren nun wieder bei rund 30 €/MWh (vgl. Grafik 1).

Das Wichtigste

- Die Grosshandelspreise für Strom haben sich in Europa nach jahrelanger Baisse von ihrem Tief leicht erholt.
- Die Stromkonzerne haben die Bilanzen saniert, die Kosten gesenkt und in Wachstumsbereiche investiert.
- All dies hat noch nicht voll auf die Bewertung der Aktien von Stromversorgungsunternehmen durchgeschlagen.

die während der Zeit des Strompreiserfalls eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen nun greifen. Die Unternehmen haben durch Schuldenabbau die Qualität ihrer Bilanz verbessert und die Kosten gesenkt. Besonders einschneidend fielen die Restrukturierungsmaßnahmen in Deutschland aus: Eon lagerte 2016 die konventionelle (fossile) Stromerzeugung und den Energiehandel an eine neue Gesellschaft namens Uniper aus, um sich auf Übertragungsnetze, erneuerbare Energien und Atomstrom konzentrieren zu können. RWE tat das Umgekehrte, behielt die konventionelle und atomare

Stromerzeugung sowie den Energiehandel bei sich und gründete für die Übertragungsnetze und die erneuerbaren Energien eine neue Firma namens Innogy.

Zudem haben die Stromkonzerne ihr Investitionsverhalten verändert. Sie investieren weniger in den Unterhalt der konventionellen Stromerzeugung, dafür mehr in den Ausbau von regulierten oder quasi-regulierten Bereichen wie Übertragungsnetze und erneuerbare Energien (vgl. Grafik 3). Sie verbessern damit die Qualität ihres Ertrags, denn in diesen Bereichen gelten (teilweise) staatlich festgelegte, kostendeckende Preise, was stabile Einnahmen und Margen garantiert. Für die Zukunft zeichnet sich damit «Wachstum mit geringem Risiko» ab, wie Andreas Schneller, Portfoliomanager des EIC Energy Infrastructure Fund bei EIC Partners, sagt.

Regulierung vorteilhafter

Auch regulatorisch steht für die Stromversorgungsunternehmen eine Wende vor der Tür, nachdem politische Weichenstellungen in den Vorjahren bewährte Geschäftsmodelle stark beeinträchtigt haben. In der Politik ist nämlich konsensfähig geworden, dass Kapazitätsreserven in der konventionellen Stromerzeugung (Gas, Wasser), die für Zeiten bereitgehalten werden, in denen nur wenig Sonnen- oder Windkraft anfällt, abgeboten werden müssen. Gerungen wird noch darüber, wie dies abgeboten werden und wer – der Steuerzahler oder der Stromkonsument – zahlen soll. Die geplante Revision des EU-CO₂-Emissionshandelsystems dürfte indes den erneuerbaren Energien weiteren Schub verleihen.



Stromversorgungsunternehmen investieren verstärkt in Übertragungsnetze.

In Deutschland sind zudem für die Stromkonzerne wichtige Entscheide zum geplanten Atomausstieg gefallen. So werden die Kosten für die Entsorgung radioaktiver Abfälle in einen staatlichen Fonds ausgelagert. Und nach einem Urteil des Bundesverfassungsgerichts erhalten die Stromversorgungsunternehmen die unrechtmässig erhobene Kernbrennstoffsteuer im Umfang von 6 Mrd. € zuzüglich Zinsen zurück. RWE hat deshalb beschlossen, den Aktionären eine Sonderdividende auszuschütten.

Noch hat all dies nicht voll auf die Bewertung der Aktien von Stromversorgungsunternehmen durchgeschlagen. Gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis werden europäische Versorgeraktien im Vergleich zum marktbreiten Aktienindex Stoxx 600 immer noch mit einem durchschnittlichen Abschlag von 15% gehandelt. Zudem winken im aktuellen Niedrigzinsumfeld attraktive Dividendenrenditen (vgl. Tabelle). Das mache die Versorgeraktien für Value-Anleger interessant, betonen sowohl Schluffer wie Schneller. Aktien von Versorgern waren zuletzt bei Fondsmanagern noch stark untergewichtet (vgl. www.fuw.ch/280617-8).

Übernahmen im Gerede

Ein Augenmerk sollten Anleger auf die Papiere von deutschen Stromversorgern legen. Denn bei ihnen ist zusätzlich noch Übernahme- und Fusionsfantasie im Spiel. Eon hat bereits angekündigt, ihren noch bestehenden Anteil von 47% an Uniper auf den Markt bringen zu wollen. Als möglichen Käufer sehen Sektorbeobachter den finnischen Versorger Fortum. Und die Nachrichtenagentur Reuters verbreitete im Mai die Meldung, der französische Versorger Engie sei am – möglicherweise auch nur teilweisen – Kauf des 77%-Anteils von RWE an Innogy interessiert.

Wem solche Übernahme- und Fusionswetten zu heiss sind, dem bieten sich etwa die italienische Enel oder die spanische Iberdrola an. Beide Versorger sind weit fortgeschritten in der Ausrichtung ihres Geschäfts auf die zukunftsträchtigen, (quasi-)regulierten Bereiche Übertragungsnetze und erneuerbare Energie. In der Schweiz sind BKW und Romande Energie empfehlenswerte Anlagen. Auch sie haben ein starkes Standbein im regulierten Bereich (Übertragungsnetze und Endkunden). Bei BKW dürfte mittelfristig auch die Wasserkraft werthaltiger werden. Bei Romande Energie ist zu beachten, dass ihre Gewinnentwicklung auch vom Ergebnis des kriselnden Branchennachbarn Alpiq abhängt, an dem sie über die EOS Holding indirekt beteiligt ist.

Engpässe zeichnen sich ab

Das ist zwar immer noch deutlich weniger als die 85 €/MWh, die beim Hoch in 2008 verzeichnet wurden. Aber immerhin. Zudem ist ein Rückfall auf alte Tiefen nicht zu erwarten. Im Gegenteil: Es zeichnet sich ab, dass die Grosshandelspreise für Strom mittel- bis langfristig weiter steigen könnten. Mit der Stilllegung der Atomkraftwerke in Deutschland nehmen nämlich die Kapazitätsreserven in der konventionellen Stromproduktion ab (vgl. Grafik 2).

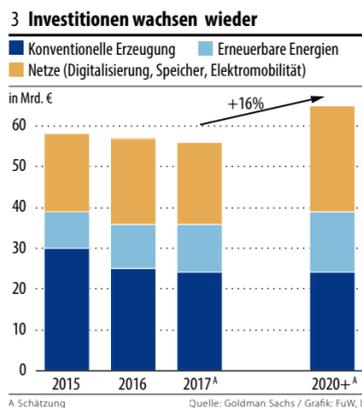
Was das heisst, war diesen Winter zu spüren. Im Januar herrschte nämlich in Europa eine kalte, dunkle Flaute: Die Temperaturen waren tief, die Sonne schien nicht, und es blies kein Wind. Die Stromerzeugung aus erneuerbaren Energiequellen wie Sonne und Wind fiel nahezu aus. Gleichzeitig standen in Frankreich zehn Atomkraftwerke wegen Reparaturarbeiten still. Das führte dazu, dass die Stromversorgung Europas in einer Zeit erhöhten Verbrauchs teilweise sehr knapp war und die Spotpreise in die Höhe schnellten.

Die Gewinnaussichten der Stromkonzerne verbessern sich aber auch, weil

Kennzahlen ausgewählter europäischer Stromversorgungsunternehmen

	Kurs am 27.6.		Perf. seit 1.1. in %	Marktkap. in Mrd. €	Umsatz in Mrd. €			Gewinn/Verlust pro Aktie in €			KGV	Div.-Rend. in %
	in LW	in %			2016	2017 ^A	2018 ^A	2016	2017 ^A	2018 ^A		
Schweiz												
BKW (Fr.)	57.65	+17,1	2,8	2,4	2,6	2,6	5.44	4.22	4.05	12	2,8	
Romande Energie (Fr.)	1303.00	+1,4	1,4	0,6	0,6	0,6	96.34			19	2,8	
Deutschland												
Innogy (€)	35.77	+8,4	19,9	41,5	43,3	43,7	4.15	2.27	2.39	16	4,7	
E.ON (€)	8.95	+33,6	19,7	38,2	39,4	37,9	-4.33	0.82	0.65	13	3,3	
RWE (€)	18.81	+59,2	11,4	43,6	46,3	46,1	-9.29	3.13	1.61	10	2,8	
Uniper (€)	17.42	+32,8	6,4	67,3	67,7	66,5	-8.79	1.34	1.48	9	3,6	
Frankreich												
Engie (€)	13.89	+14,6	33,8	66,6	65,5	66,3	-0.17	0.96	1.01	14	5,0	
Electricité de France (€)	9.91	+10,4	27,2	71,2	69,3	69,8	1.07	0.90	0.76	15	3,9	
Südeuropa												
Enel (€)	4.90	+17,0	49,8	68,6	74,1	75,6	0.26	0.36	0.39	14	4,5	
Iberdrola (€)	7.17	+14,9	44,7	29,2	31,3	33,0	0.43	0.45	0.47	16	4,5	
Nordeuropa												
SSE (£)	15.02	-3,3	17,2	34,6	33,7	34,0	1.88	1.23	1.31	13	6,3	
Dong Energy (dkr.)	301.00	+12,5	17,0	7,7	8,5	9,1	2.42	2.93	3.17	14	2,1	

LW=Landeswährung A) Schätzung KGV=Kurs-Gewinn-Verhältnis J) Geschäftsjahr per Ende März Quelle: Bloomberg



Kurznotiert

Burckhardt Compression akquiriert: Mit dem Kauf von CSM Compressor Supplies & Machine Work verstärkt Burckhardt Compression das kanadische Servicegeschäft für Kolbenkompressoren. CSM erzielte 2016 einen Umsatz von 5,7 Mio. Fr. – gut 1% des Burckhardt-Umsatzes – und beschäftigte 43 Personen. Der Preis wird nicht genannt. Die als antizyklisch einzustufende Akquisition erlaubt es Burckhardt Compression Kanada, eine Präsenz im Servicegeschäft für Kompressoren im Upstream-Bereich aufzubauen.

Neuer VR-Präsident für SHL Telemedicine: Der Telemedizin-Anbieter SHL hat einen neuen Verwaltungsratspräsidenten. Xuewen Wu sei einstimmig gewählt worden, teilte die israelische, aber an der Schweizer Börse SIX kotierte Gesellschaft mit. Wu ersetzt den bisherigen Präsidenten Elon Shalev. Aufgrund diverser Managementwechsel – etwa auf den Posten des CEO und des Finanzchefs – hat SHL bislang noch keine Jahreszahlen 2016 veröffentlicht. Gemäss Weisung der SIX muss dies bis Ende Juli geschehen.

CPH Chemie+Papier integriert: Im Chemiegeschäft gibt CPH im Zug der Produktionsreduktion auf dem verkauften Areal in Uetikon die Düngerproduktion per Ende Juni auf. Die in derselben Geschäftseinheit, CU Deutero+Agro, produzierten deuterierten Lösungsmittel werden ab 2018 am neuen Standort in Rüti hergestellt. Zugleich wird CU Deutero+Agro mit der CPH-Tochter Zeechem fusioniert. Damit könnten Synergien in Logistik, Marketing und Verkauf genutzt werden, teilt das Unternehmen mit.

Italien rettet Banken: Bis zu 17 Mrd. € stellt die Regierung für die Sanierung der Veneto Banca und Banca Popolare di Vicenza bereit. Dies nachdem die EZB-Bankenaufsicht die Institute für wahrscheinlich nicht mehr überlebensfähig eingestuft hat. Während die Grossbank Intesa Sanpaolo die gesunden Geschäftsteile für 1 € übernimmt, werden die faulen Kredite und Rechtsrisiken in eine Bad Bank ausgelagert und teils vom Staat übernommen. Auch Inhaber nachrangiger Anleihen und Aktionäre tragen einen Teil der Kosten.

Grossaufträge für Implenia: Das Bauunternehmen hat innerhalb weniger Tage zwei Grossaufträge akquiriert. In Genf baut Implenia als Totalunternehmerin ein Gewerbe- und Verwaltungszentrum sowie ein Logistikareal. Die Bausumme beläuft sich auf rund 300 Mio. Fr. In Zürich Nord erstellt das Unternehmen drei Wohnhochhäuser, die insgesamt mehr als 300 Eigentumswohnungen beherbergen werden. Die Bausumme erreicht rund 150 Mio. Fr. Der gestaffelte Bezug der Wohnungen soll Anfang 2020 beginnen.