

Renditejäger haben den Stromsektor neu entdeckt

SCHWEIZ Die Valoren von Elektrizitätsunternehmen bieten Chancen – doch es gibt Unterschiede.



Ungetrübt ist die Lage im Stromsektor keinesfalls – die Preise im Grosshandel sind gedrückt, mit negativen Folgen für die Ertragskraft.

CLAUDIA CARL

Auf der Suche nach Rendite und Kurspotenzial haben Investoren Schweizer Stromvaloren wiederentdeckt. Ein prominentes Beispiel ist Investor Martin Ebner, der zusammen mit Kunden seiner BZ Bank gemäss Pflichtmitteilung gut 3% am Elektrizitätskonzern Alpiq hält. Tatsächlich bietet der Stromsektor trotz schwierigem Umfeld einige Chancen für Anleger. Doch es lohnt sich in jedem Fall, genau hinzuschauen.

Fast alle Schweizer Stromaktien werden mit einem deutlichen Abschlag zum Buchwert gehandelt (vgl. Tabelle oben). Das hat seinen Grund. War der europäische Stromhandel für Schweizer Versorger vor wenigen Jahren noch sehr lukrativ, sind die Preise im Grosshandel heute im Keller. Das hat konjunkturelle Ursachen, hängt aber auch mit der Energiepolitik zusammen. Der subventionierte Ausbau von Solar- und Windenergie hat zu massiven Verzerrungen geführt und die konventionelle Stromproduktion entwertet.

Die Folgen waren für Anleger – darunter die öffentliche Hand als Mehrheitsseigner – dramatisch: Seit Anfang 2009 haben die Aktien bis zu 85% an Börsenwert verloren (vgl. Tabelle und Grafik 1). Auch die Dividendenfähigkeit litt unter der geringeren Ertragskraft (vgl. Grafik 2). Hohe Wertberichtigungen haben etwa im Fall von Alpiq zu Jahresausweisen mit Milliardenverlusten geführt. Betroffen von hohen Sonderabschreibungen auf den Produktionspark waren etwa auch Repower, BKW und die nicht-kotierte Axpo.

Mehr Appetit auf Risiko

Trotz Widrigkeiten hat die Strombranche neue Investoren angelockt. Das hängt mit dem steigenden Appetit auf Risiko im Tief- und Niedrigzinsumfeld zusammen. Die Hoffnung auf kurzfristige Kurssteigerungen und teils attraktive Dividendentrends haben sie zum Einstieg bewogen.

Nicht nur Martin Ebner und die BZ Bank – die sich zu den Überlegungen für ihr Engagement auf Nachfrage nicht äussern wollten – sind aktiv geworden. «Wir sind auf der Suche nach Substanzwerten. Deshalb haben wir Romande Energie und BKW zugekauft. Ausschlaggebend war die aktuell tiefe Bewertung und das stabile Endkundengeschäft», sagt Erhard Lee, Manager des Fonds AMG Substanzwerte Schweiz. Die Versorgertitel machen knapp 3 bzw. rund 5% des Fonds aus.

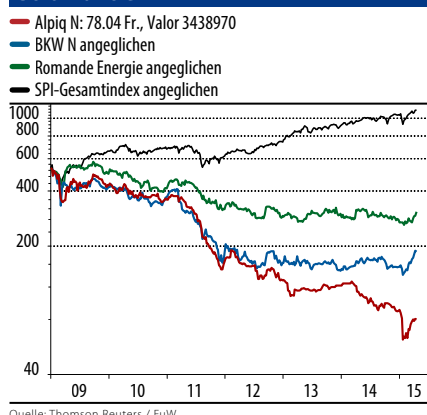
Romande Energie profitiert von der Tatsache, dass der Versorger wenig eigene Produktion hat und die Energie günstig am Markt zukaufen kann. Einen Wermutstropfen gibt es: die indirekte Beteiligung von rund 9% an Alpiq, die den widrigen Verhältnissen im Strommarkt stärker ausgesetzt ist. Lee sieht Romande Energie indes als «nicht ausreichend rentabel» an.

Aktienkennzahlen im Vergleich

Unternehmen	Marktkap. (Mrd. Fr.)	Aktien-Performance seit 2009 in %	Umsatz (Mrd. Fr.)		Gewinn je Aktie in Fr.		KBV	KGV	Rendite 2015 (%)
			2015 ^A	2016 ^A	2015 ^A	2016 ^A			
Alpiq	2,2	-85,3	7,91	7,83	1,20	1,90	0,5	65	2,6 ¹
BKW	1,9	-65,1	2,61	2,56	3,52	3,20	0,7	10	3,4
Energiedienst	0,9	-48,0	1,09	1,04	1,60	1,40	1,0	17	4,6
Repower ²	0,2	-77,8	2,24	2,15	-2,00	-1,00	0,4	-	-
Romande Energie	1,3	-43,9	0,59	0,61	60,00	65,00	0,7	19	2,7

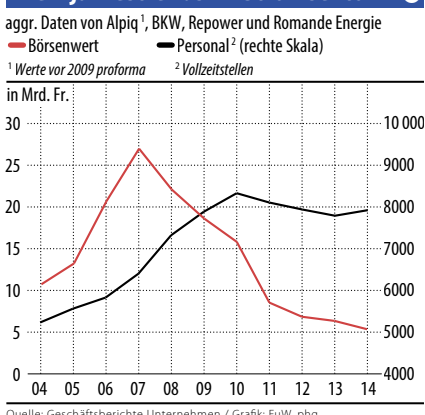
¹erneute Wahlmöglichkeit zwischen Aktien und Dividende erwartet ²bezogen auf PS
Quelle: FuW / eigene Schätzung

Stromaktien



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Mehrwertstrends im Stromsektor



Quelle: Geschäftsberichte Unternehmen / Grafik: FuW, phg

«Sie könnte eine höhere Dividende ausschütten», findet der Fondsmanager.

BKW sei gegen Preisbewegungen im Strommarkt recht gut geschützt und werde immer gutes Geld verdienen, egal, wo der Strompreis steht, erklärt Lee. «Wir erwarten keine grossen Überraschungen im laufenden Geschäft, auch nicht bei der Stilllegung des Kernkraftwerks Mühle-

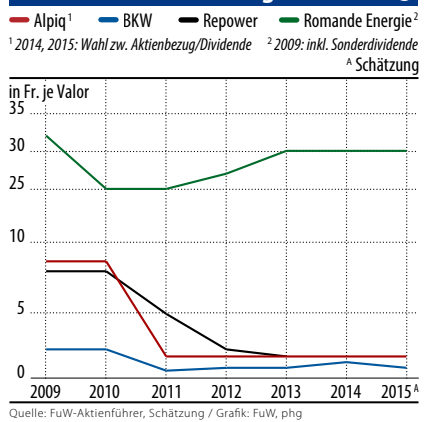
berg. Zudem sehen wir noch Spar- und Konzentrationspotenzial.»

Vorsichtiger zeigt sich Lee hingegen bei Alpiq und Repower. Beide Unternehmen sind stark am internationalen Strommarkt exponiert. «Nachhaltige Profitabilität erreichen die Unternehmen erst dann, wenn Strom wieder etwas wert ist. Das könnte 2019 oder 2020 der Fall sein, wenn

Dividendentrends divergieren

Die Ausschüttungspolitik der Versorger ist nicht zuletzt von den finanziellen Interessen ihrer Mehrheitsseigner – Gemeinden und Kantone sowie regionale Versorger in öffentlicher Hand – geprägt. So zahlte Alpiq in der Vergangenheit trotz Verlusten – bedingt durch nicht cashwirksame Abschreibungen – eine Dividende. Für 2014 gibt es eine Wahldividende von 2 Fr. je Titel. Die Grossaktionäre haben sich für Valoren entschieden, wodurch Alpiq 54 Mio. Fr. spart. Privatanleger dürften eher zur Dividende

Dividendenentwicklung



Quelle: FuW-Aktienführer, Schätzung / Grafik: FuW, phg

tendieren. Die Aktionäre von Axpo (nicht kotiert) und Repower gehen für die vergangene Berichtsperiode leer aus. Der Verwaltungsrat verzichtete darauf, eine Ausschüttung vorzuschlagen. Für das laufende Jahr könnte es nochmals eine Nullrunde geben.

Einen Kontrapunkt in der Dividendenpolitik setzte zuletzt BKW – der Versorger schlug der Generalversammlung eine 33% höhere Ausschüttung vor. Der Gewinnprung um drei Viertel war allerdings auch durch Sondereffekte begünstigt, wie den Verkauf der Beteiligung an der Jungfraubahn. Dieser positive Dividendentrend dürfte nicht nachhaltig sein. Denn sinkende Grosshandelspreise schlagen verzögert auf die Branche durch, die ihre Produktion auf Jahre im Voraus verkauft bzw. absichert. Dies, obwohl BKW weniger stark am Markt exponiert ist als andere.

Aktien mit positivem oder stabilem Dividendentrend, wie Romande Energie und Energiedienst, sind entsprechend stattlich bewertet. Sowohl der Westschweizer Versorger als auch der Wasserkraftproduzent sind im Vergleich zum Gesamtmarkt mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 19 und 17 für das laufende Jahr kein Schnäppchen – die Aktien im SPI (Swiss Performance Index) kommen im Schnitt auf ein KGV von 19. CC

Atomkraftwerke in Deutschland und der Schweiz vom Netz gehen», erklärt er.

Zu einem ähnlichen Schluss kommt auch Dominik Meyer, Kreditanalyst bei der Bank Vontobel. «Alpiq und Repower sind als Unternehmen mit grossem Markt-exposure dem Preiszerfall im Stromhandel gegenwärtig klar am stärksten ausgesetzt», sagt er. Das zeige sich in den Kreditratings der Versorger und der kontinuierlichen Verschlechterung ihrer Bonitätsprofile in den vergangenen Jahren. Hingegen hätten Axpo und BKW noch einen hohen Anteil am regulierten Endkundengeschäft, was das Abwärtsrisiko im jetzigen Umfeld zumindest temporär verringere.

Leichte Korrektur in Sicht

In Bezug auf die Performance ist er aber skeptisch: «Viel Potenzial für nachhaltige Aufwärtstrends sehe ich im Aktienkurs kurz- bis mittelfristig nicht.» Eine nachhaltige Erholung der Strompreise vor 2019/20 hält auch Analyst Meyer für unrealistisch. Dafür bräuhete es höhere Preise für CO₂-Zertifikate, damit etwa Wasserkraft an Wert gewinnt, und ein Ende der Subventionspraxis für Solar- und Windstrom. Wenn eine Besserung käme, dann nicht mehr auf die hohen Niveaus der Jahre 2006 bis 2008. «Es ist allenfalls eine leicht positive Korrektur zu erwarten, was den Stromkonzernen etwas mehr Luft verschaffen dürfte», glaubt Meyer.

Bei den Obligationen der Versorger impliziert der Kurs vielfach ein schlechteres Rating, als das eigentlich der Fall ist. Die Investoren differenzieren wenig. Das bietet Chancen, braucht aber Risikofähigkeit. Auch wenn ein kompletter Zahlungsausfall mangels Cash unwahrscheinlich ist.

Aktienseitig spricht derzeit mehr für BKW und Romande Energie als für Alpiq und Repower. Das Argument der tiefen Bewertung sticht im Fall von Energiedienst nicht (vgl. Tabelle oben und unten). Bei Alpiq bleibt die hohe Verschuldung ein Thema (vgl. Tabelle unten). Allen ist die Abhängigkeit von der Politik gemein, die für Auftrieb oder Absturz sorgen kann. Somit sind Stromaktien zyklischer als ihr Ruf. Hinzu kommt der geringe Streubesitz. Wer auf bessere Zeiten im Stromsektor hofft, braucht Geduld und Risikofähigkeit. Früher oder später dürfte die Wette aber belohnt werden.

Bilanzkennzahlen 2014

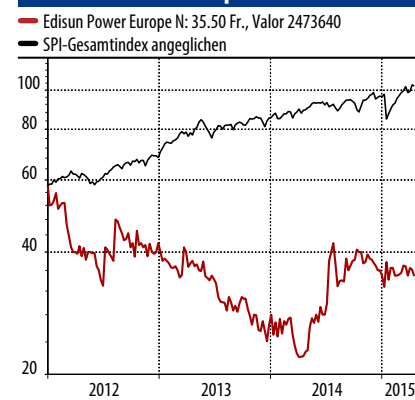
Unternehmen	FFO ¹ /Nettoschuld in %	Nettoschuld/Ebitda
Alpiq	15	8,4 ²
Axpo	37	4,2
BKW	100	0,9
Repower	11	5,2

¹FFO = Funds from Operations ²Hybridkapital zu 50% angerechnet
Quelle: Unternehmen

Alle Finanzdaten zu den Unternehmen im Online-Aktienführer:

fuw.ch/ALPH, fuw.ch/BKW
fuw.ch/HREN, [/REPP](http://fuw.ch/REPP), [/EDHN](http://fuw.ch/EDHN)

Edison Power Europe N



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Edison zurück auf altem Pfad

SCHWEIZ Solarstromproduzent erreicht die Gewinnschwelle.

«Wir kommen nun in ruhigeres Fahrwasser», sagt Hans Nef, interimistischer Verwaltungsratspräsident (VRP) und Hauptaktionär (rund 20% Aktienanteil) von Edison Power Europe, im Gespräch mit «Finanz und Wirtschaft». Ein Grund für Nefs Zuversicht ist, dass das Unternehmen eine im vergangenen Jahr von einer Aktionärsgruppe eingebrachte neue Geschäftsidee (2Sol/Zesi) mangels Projekten nicht weiterverfolgt und sich wieder auf sein altes Geschäft des Finanzierens und Betriebs von Solarstromanlagen konzentriert. Ein zweiter Grund ist, dass Edison 2014 erstmals seit dem Börsengang 2008 schwarze Zahlen schreiben konnte.

«Ziel ist jetzt, profitabel zu wachsen», sagt Nef. Erreicht werden soll das dadurch, dass mit der seit 2013 stark verschlankten Struktur – Edison beschäftigt nur noch vier Personen – zusätzliche Solarstromanlagen betrieben werden. «Mehr Anlagen wirken sich direkt proportional auf den Ertrag aus», weist Nef auf einen Vorteil dieser Strategie hin. Zurzeit besitzt Edison 32 Solarstromanlagen in der Schweiz, in Deutschland, Frankreich und Spanien mit einer Leistung von total 13,1 Megawatt.

Das Risiko minimieren

Zusätzliche Anlagen kaufen will Edison «in Märkten, in denen wir schon präsent sind und die wir kennen, damit das Risiko minimiert werden kann», wie Nef sagt. Ein paar Angebote lägen schon auf dem Tisch und würden geprüft. Denkbar sind gemäss Nef zudem auch Investitionen in andere erneuerbare Energien wie Biomasse oder Windkraft.

Damit das Wachstum finanziert werden kann, beantragt der Verwaltungsrat (VR) der Generalversammlung vom 29. Mai die Schaffung von genehmigtem Kapital in der Höhe von 5 Mio. Fr. Zudem hat der VR entschieden, eine aufstockbare, achtjährige Anleihe über 5 Mio. Fr. zu 2,25% per 1. Juli herauszugeben. Damit sollen aber in erster Linie ältere, höherverzinsliche Anleihen vorzeitig zurückbezahlt werden.

Kosten weiter gesenkt

Schon Anfang 2014 hatte Edison eine Anleihe refinanziert und – damit verbunden – Schulden zurückgezahlt. Damit konnten die Finanzierungskosten vermindert werden. Zusammen mit einer weiteren Senkung der Betriebs- und Verwaltungskosten, einer Reduktion der Abschreibungen und einer teilweisen Auflösung von bestehenden Wertberichtigungen resultierte so trotz eines 8,4% niedrigeren Umsatzes von 7,88 Mio. Fr. ein Gewinn von 0,41 Mio. Fr. 2013 hatte noch ein Verlust von 3,46 Mio. Fr. herausgeschaut.

Nachdem seine Geschäftsidee nicht weiterverfolgt wird, ist Hansjürg Leibundgut im Februar als VRP zurückgetreten. Nun steht auch Mitstreiter Elmar Ledergerber nicht mehr zur Wiederwahl in den VR zur Verfügung. An ihrer Stelle sollen Rainer Isenrich und Fulvio Micheletti gewählt werden. Isenrich würde dabei neben seinen Funktionen als CEO und Finanzchef von Edison – um die Strukturen des Unternehmens schlank zu halten – auch noch das Amt des VRP übernehmen. Dritter VR soll Hans Nef bleiben. Risikofähige Anleger können sich jetzt ein Engagement in Edison wieder überlegen. MG