

## Deutsche Versorger: Quo VADIS?

Seit Jahren von der Politik gebeutelt mit Milliardenabschriften auf die Kraftwerksparks feiern die Versorger seit gut einem Jahr ein Comeback und sind spätestens seit dem 12.3.2018, der Verkündung der Neuordnung auf dem deutschen Energiemarkt, wieder „sexy“ geworden.

Die Vereinbarung zwischen RWE und E.ON kam an den Kapitalmärkten und auch bei innogy einem Paukenschlag gleich, keine hatte nach Jahren der durch die Politik aufgezwungenen Defensive mit einer derartigen Aktion gerechnet. Der Deal zwischen RWE und E.ON ordnet die komplette Energieerzeugung und Energieverteilung von Strom und Gas neu. RWE erzeugt Energie und wird nach Abwicklung des Deals mit den Erneuerbaren Energien (EE) eine Zukunft besitzen, wenn die Energieerzeugung mit Braunkohle und Steinkohle eines Tages auslaufen wird. E.ON konzentriert sich auf das konservative Geschäft von Netzen und Kundenvertrieb. Selten hat ein Deal nur Gewinner gesehen. Die Kardinalfrage für den Anleger lautet, welche Aktie soll ich kaufen, welche verkaufen oder soll ich alle drei Aktien als Halteposition begreifen und in Ruhe abwarten?

### **1. Zukünftige Entwicklungen an den Strommärkten**

Die Strompreise am Großhandelsmarkt haben sich 2017 erholt, nachdem sie von 2011 bis 2016 fast ohne Unterbrechung gefallen waren. In 2018 werden die Strompreise etwas unter das Niveau von 2017 sinken, in 2019 werden sie wieder steigen. Der Verkauf der Stromproduktion erfolgt 18-24 Monate im Vorwege, so dass momentan die Jahresproduktion von 2020 zu durchaus auskömmlichen Preisen in der Nähe von 38 €/MW-Stunde verkauft werden konnte, für 2016 waren Preise um 20-24 € erzielbar. In den letzten Jahren sind kaum neue Kraftwerke ans Netz gegangen, Ausnahme Photovoltaik und Windkraft. Zudem werden bis 2022 die Atomkraftwerke in Deutschland abgeschaltet. Gegenläufig sind die CO<sup>2</sup>-Zertifikate zu sehen, deren Preis durch die zunehmende Verknappung von 0-1€ auf jetzt 4-5 € gestiegen sind, so dass die Stromerzeuger einen Teil der Marge wieder hergeben müssen. Ab 2022 nach Abschaltung der AKW sind weitere Preissteigerungen möglich.

### **2. Änderungen der Rahmenbedingungen durch die Politik**

Die Energiebranche ist grundsätzlich stark von Regulierungsentscheidungen abhängig. Das EE-Gesetz bevorzugt alternative Energieformen wie Photovoltaik, Biogas und Windkraft. Erst wenn diese alternativen Anbieter, zu denen zukünftig auch RWE auch mit seinen stark ausbaufähigen Segmenten an EE gehört, ihre Energiemenge komplett verkauft haben, dürfen Braunkohle, Atomkraft (bis 2022), Steinkohle und Gaskraftwerke einspeisen, Aufzählung nach zunehmenden variablen Kosten gegliedert. Aufgrund der Arbeitsplatzabhängigkeit in NRW von der Braunkohle erwarte ich keinen kurzfristigen Ausstieg aus der Braunkohle bis 2030, durch die inzwischen steigenden Zertifikatpreise wird automatisch der Druck auf die Braunkohle zunehmen. Vielmehr sollten die aufgrund von „Dunkelflauten“ (kein Strom aus Photovoltaik und Windenergie) notwendigen

Ersatzkapazitäten tendenziell besser bezahlt werden können. Dies würde auch für RWE und Uniper sprechen.

Die neue Bundesregierung will dazu bis Ende 2018 eine Entscheidung zum Zeitpunkt des Endes der Braunkohle treffen, ich rechne eher mit 2040 als mit 2030 als dem Jahr der Abschaltung.

Die Netzentgelte waren zunächst auf 5,9% Eigenkapitalrendite gekürzt worden, das OLG Düsseldorf hat den klagenden Energiekonzernen erst einmal Recht gegeben, die auf 7% beharren wollen.

Überhaupt haben die Versorger bei den Gerichten mit ihren Klagen reüssiert, die Brennelementesteuer wurde in 2017 zurückgezahlt, der Atomausstieg wird mit Entschädigungszahlungen von ca. 1 Mrd. € in 2018-20122 noch nachträglich ein wenig erträglicher für die Versorger gestaltet werden.

### 3. Deal und Dealbreaker

Im Einzelnen soll zunächst die innogy an E.ON zu 36,76€/ je Aktie exkl. der Dividendenzahlungen in 2018 und 2018 verkauft werden, Wert ca. 17,1 Mrd. €. Damit verbunden geht fast der gesamte Netto-Schuldenberg der innogy an die E.ON über, über 16 Mrd. € allein an Finanzschulden. RWE erhält dann in einem zweiten Schritt alle EE von E.ON. Zusätzlich gelangen auch die Minderheitsbeteiligungen der E.ON an der Stromerzeugung, Gasspeicher und die AKW innerhalb von Preussen Elektra zu RWE. RWE erhält weiter 16,68 % an der neuen E.ON mit ca. 440 Mil. Aktien, die Kapitalerhöhung hat sich nicht vermeiden lassen, weil RWE darauf bestanden hat, nicht nur Cash, sondern auch Sach-Werte zu erhalten. Der RWE-Anteil an E.ON darf weder an einen Wettbewerber verkauft, noch über 16,67% aufgestockt werden. Im Gegenzug wird RWE dann im letzten Schritt 1,5 Mrd. in Cash an E.ON abführen. Das sind in etwa die Dividenden aus 2017 und 2018 aus der innogy-Beteiligung. Bis Ende 2019 sollen die notwendigen Genehmigungen eingegangen sein. Für die Zeit vom 12.3.2018-31.12.2019 sollen etwaige Bewertungsgewinne und-verluste ausgeglichen werden.

Am 20.4.2018 wurde kolportiert, dass der Miteigentümer des *tschechischen Strom- und Gasnetzes* Macquarie könnte die 50,4 % von innogy SE durch eine change of control-Klausel erwerben. Es enthält auch eine Kauf-Option für innogy/RWE, die E.ON dann 1:1 von RWE übernehmen werde.

Insgesamt besitzt die innogy etwa 3.800 *Konzessionsverträgen* mit den kommunalen Versorgern in Deutschland. Die kommunalen Vertreter äußerten sich lobend über die Geschäftsführung der RWE in 2017 und auch über die Perspektiven des New Deals.

Für *Finanzierungen der innogy* bestehen bei Wechsel der Eigentümerschaft von RWE auf E.ON Change of Control Clauses. Innogy fordert deshalb von E.ON eine Finanzierungszusage.

Auch mögliche *kartellrechtliche Bedenken* bestehen weder bei RWE bei nur maximal 40% Marktanteil in einzelnen Märkten der Energieerzeugung, gleichfalls nicht bei E.ON-Netze, da die Netzentgelte vom Regulierer festgelegt werden, es somit gleich ist, wer die Netze betreibt. Die *Gewerkschaften* haben auch schon Zustimmung signalisiert, wenn innogy auf betriebsbedingte Kündigungen verzichtet und jeweils bei Doppelbesetzungen der „Beste“ die Position erhält, dieses Thema ist zurzeit noch offen.

Als echten Dealbreaker sei es, so Herr Teyssen, wenn eine a.o. HV über den Deal einberufen werden müsste, da sich dann alle Projektzeiten ändern bzw. verlängern würden und unkalkulierbare Risiken auf die Firmen zukämen.

### 4. Innogy

Nach dem umjubelten Börsengang 2016 mit einem Ausgabekurs von 36 € steckt die RWE-Tochter im Krisenmodus. Mit einer Gewinnwarnung löste Vorstandschef Peter Terium Mitte Dezember einen Kursrutsch um sein eigenes Ende aus. Die Gewinnwarnung am 13.12.2017 führte zu einer Börsenwertvernichtung von fast 4 Mrd. €, der Kurs stürzte von 39 auf 32 €. Am 12.3.2018 legte der Vorstand ein Brutto-Kostendämpfungsprogramm in Höhe von 400 Mio. € vor, das angeblich schon im Dezember 2017 angedacht war, jedoch damals nicht ins Budget 2018 eingearbeitet worden ist. Ein Kurs von 32 € der innogy-Aktie hat dann als Basis für die Verhandlungen zwischen RWE und E.ON gedient. Wegen des vermeidbaren Kursrutsches im Dezember 2017 halten wir das Angebot von E.ON für innogy für zu niedrig. Der Kurs ist bei 36,76 € durch das Angebot von E.ON quasi abgesichert. Eine Zerschlagung der innogy SE ist erst bei Abschluss eines Beherrschungsvertrags möglich. Dann würde automatisch ein Gutachten zum „wahren Wert“ der innogy Aktie in Auftrag gegeben werden müssen, das dann eine bessere und etwas objektivere Entscheidung erlauben würde. Wäre man mit diesem Preis nicht zufrieden, wäre ein Spruchverfahren einzuleiten, zu dem sich wohl die SdK entschließen könnte.

*Insgesamt ist die innogy-Aktie eine konservative Anlage, die zudem nach unten mit 36,76 € abgesichert ist und u.E. ein beträchtliches Upside-Potential im Falle eines Spruchverfahren für den langfristig orientierten Anleger beinhaltet. Auch 2018 werden die Ergebnisziele des Börsengangs wohl verfehlt werden, das Ergebnis wird wohl unter dem des Jahres 2017 liegen. Der Börsenkurs wird kaum Potenzial nach oben entwickeln, bis es zum Beherrschungsvertrag kommt.*

## **5. RWE**

Durch die Übernahme der kompletten EE durch RWE und Beibehaltung der klassischen Kraftwerke entsteht auf dem Gebiet der Stromerzeugung für RWE eine dominantere Stellung. Ob sich damit die Ergebnisse verbessern lassen, ist nicht gesichert, da weiterhin der Anteil dieser neuen RWE an den EE niedrig wäre, 8-12 GW weltweit, im Vergleich zu dem Gesamtbestand an Photovoltaik und Windenergie. Die inzwischen wieder anziehenden Preise für Strom und auch für Öl, im Geleitzug auch Gas, dürften RWE in 2019 und 2020 weiteren Auftrieb geben. Das EBITDA der neuen RWE geht von 5,7 Mrd. € in 2017 auf um die 3,0 Mrd. € nach dem Zusammenschluss zurück, davon 1,5 Mrd. € durch EE. RWE sieht dies als Fortschritt an, denn man hätte nur Einfluss auf die Dividende der innogy von knapp 700 Mio. €, nicht jedoch auf das Gesamtgeschäft. Eine positive Dividendenentwicklung auch über das Jahr 2019 hinaus scheint sicher zu sein, für 2019 werden 0,70 €/ Aktie in Aussicht gestellt.

*Die RWE-Aktie ist die volatilste, jedoch auch preiswerteste unter den betrachteten Versorgeraktien. Dem Risiko einer frühen Abschaltung der Braunkohlekraftwerke bis 2030, das wohl politisch nicht durchsetzbar ist, stehen die Chancen aus den EE, der steigenden Marge in 2019 durch steigende Strompreise und Zusatzrenditen aus der Atomkraft bzw. einer Kompensation durch Berlin in dreistelliger Mio. € Höhe gegenüber.*

## **6. E.ON**

E.ON hat nach einem Rekordverlust in 2016 von 16 Milliarden Euro für 2017 schwarze Zahlen vorgelegt. Das Eigenkapital wurde wieder positiv. Wermutstropfen für die Aktionäre war, dass die 3,2 Mrd. € aus der Rückzahlung der Kernelementesteuer voll vereinnahmt und nicht ausgeschüttet wurde. Die Dividende wird jedoch in 2019 von 0,30 € auf 0,43 €/Aktie steigen.

Die Energieerzeugung inkl. der EE wird komplett an RWE abgegeben, die Bewertung, die E.ON für EE zugrunde gelegt hat, liegt mit dem 11-fachen oberhalb der Marktbewertung vom 9,5-fachen EBITDA. Die Differenz macht etwa 2,5 Mrd. aus und müsste im Rahmen einer unabhängigen Bewertung geklärt werden, da sie zulasten der RWE bzw. innogy-Aktionäre gehen würde. Der zukünftige Cashflow soll in Zukunft ausreichen, die notwendigen Investitionen/Reparaturen durchzuführen, Schulden maßvoll zurückzuführen und noch eine Mrd. €-Dividende zu zahlen, das EBITDA der neuen E.ON wird sich auf über 8 Mrd. € belaufen. Die Gewinne pro Aktie sollen jedoch erst im 2. Jahr nach Zusammenschluss, also frühestens in 2021 wieder steigen, auch hiervon wird ein Rückenwind frühestens in 2020 entstehen. Die Schuldenproblematik (über 30 Mrd. €) sei in Wahrheit keine so große. Beispielsweise hätte S&P nach Bekanntgabe des Deals das Rating bestätigt, Begründung, bedingt durch den von 65 auf 80% gestiegenen regulierten Anteil Umsatz (vor allem Netzentgelte), sei die neue E.ON-Aktie weniger riskant.

*Die E.ON-Aktie ist eher für konservative Anleger geeignet, fast 80% der Entgelte sind reguliert, das EBITDA sollt ausreichen, weiter einen Investmentgrade trotz der hohen Schulden zu erhalten. Phantasie kommt in die Aktie durch das Kostendämpfungsprogramm von 800 Mio. € und wenn es gelingt, signifikante Kundenzuwächse zu erzielen.*

Joachim Kregel, JKU GmbH