

Credit Insight: 14. November 2023 / KEF, HEK, WUM

Europäische Versorger – Mangellage abgewendet, Opportunitäten bleiben

Konklusion & Empfehlungen

- Das Marktumfeld für europäische Versorger bleibt günstig, weshalb wir unseren Sector View mit **Improving** bestätigen
- Stützend wirkt, dass die Staaten mit diversen Hilfspakten die Systemrelevanz des Sektors untermauern und sich die Risiken entlang der Versorgungskette entschärft haben. Als Folge der Energiekrise wird die Notwendigkeit vernünftiger regulatorischer Rahmenbedingungen zur Sicherstellung der Systemsicherheit und der angestrebten Energiewende nun besser erkannt
- Bei weiterhin hohem Preisniveau sind mit der Beruhigung der Märkte die Handelsrisiken zurückgegangen. Davon profitieren insbesondere Stromproduzenten. Trotzdem sind aus Bonitätssicht vertikal-integrierte Versorger zu bevorzugen
- Das veränderte Zinsumfeld dürfte für die meisten Stromversorger kein «Game Changer» darstellen. In diesem Zusammenhang erachten wir die jüngsten Meldungen markanter Wertberichtigungen bei einzelnen Offshore-Windprojekten (z.B. Orsted, Vattenfall) als unternehmensspezifische Ereignisse und nicht als Branchenphänomene
- Alles in allem prognostizieren wir trotz steigender Zinskosten gut tragbare Schuldenratios
- Wir beobachten attraktive Rendite-/Risikoprofile in einem grundsätzlich defensiven Sektor. Dabei ergeben sich im aktuellen Umfeld interessante Anlagemöglichkeiten. Entscheidend bleibt eine breit abgestützte Emittentenauswahl

Extremszenarien abgewendet, weiterhin attraktives Marktumfeld

Die Gefahr einer Energiemangellage infolge der drastischen Reduktion russischer Gasexporte nach Europa, ungünstiger Witterungsbedingungen sowie Kapazitätsbeschränkungen, insbesondere in Frankreich, haben im August 2022 zu rekordhohen Grosshandelspreisen für Gas und Strom in Europa geführt. Seither haben sich die Energiepreise wieder deutlich reduziert, v.a. dank milder Witterung, höherer Verfügbarkeit französischer Kernkraftwerke, massiver staatlicher Interventionen sowie mittlerweile fast vollständig gefüllter Gasspeicher. Extremszenarien wie Energierationierungen oder flächendeckende Stromausfälle erscheinen zurzeit unwahrscheinlich. Allerdings bleibt die Situation fragil, was die weiterhin hohen und volatilen Grosshandelspreise für Strom in Zentraleuropa verdeutlichen (siehe Abbildung 1).

Damit bleiben die Ertragsaussichten, wenn auch auf tieferen Niveaus, für Stromproduzenten mit einem kostengünstigen Erzeugungspark (Wasser, Nuklear) attraktiv. Gleichzeitig beobachten wir diverse staatliche Massnahmen, welche die Risiken entlang der ganzen Versorgungskette abmildern. Dazu gehören verbesserte regulatorische Rahmenbedingungen, um die Versorgungssicherheit sowie die angestrebte Energiewende nicht zu gefährden.

1

Abbildung 1: Entwicklung der Grosshandelspreise für Strom in Deutschland*



*historische 1-Jahres Hedge-Preise, Forward-Preise für 2024-2027

Quelle: Daten EEX, I-CV

Europäische Stromversorger mit mehrheitlich überzeugender Leistung im 2023; Aussichten bleiben günstig

Die europäischen Stromversorger haben 2023, wie von uns antizipiert, mehrheitlich besser als erwartete Resultate publiziert. Die Aussichten bleiben günstig und einige Gesellschaften haben die Prognosen unterjährig – teilweise mehrfach – angehoben (z.B. EnBW, E.ON, Iberdrola, RWE). Versorger profitieren in der Erzeugung resp. im Handel vom volatilen und weiterhin hohen Preiseumfeld. Begünstigend wirken auch Liquiditätsrückflüsse aus nicht mehr benötigten oder reduzierten Sicherheitsleistungen für Absicherungsgeschäfte. Entsprechend gesund zeigen sich die Bilanzen, welche im laufenden Jahr teilweise gar deutlich gestärkt werden konnten (EDF, Fortum).

Diese Bilanzkraft ist angesichts der ambitionierten Investitionspläne auch zwingend notwendig und bietet einen finanziellen Puffer mit Blick auf Ausführungsrisiken. Gleichzeitig gehen wir weiterhin von einer hohen Ertragskraft gerade bei Stromerzeugern aus, denn die (rekord-)hohen Strompreise werden infolge von Absicherungsgeschäften erst zeitverzögert ihren Weg in die Finanzabschlüsse der Stromproduzenten finden. Alles in allem prognostizieren wir weiterhin gut tragbare Verschuldungskennzahlen.

Wie nachfolgend dargelegt, konnten aufgrund gestiegener Zinsen aber nicht alle Versorger vom vorteilhaften operativen Umfeld profitieren und rapportierten enttäuschende Resultate. Dies betrifft insbesondere offshore Wind-Entwickler (Orsted, Vattenfall), welche hohe Wertberichtigungen auf ihren Projektportfolien vornehmen mussten.

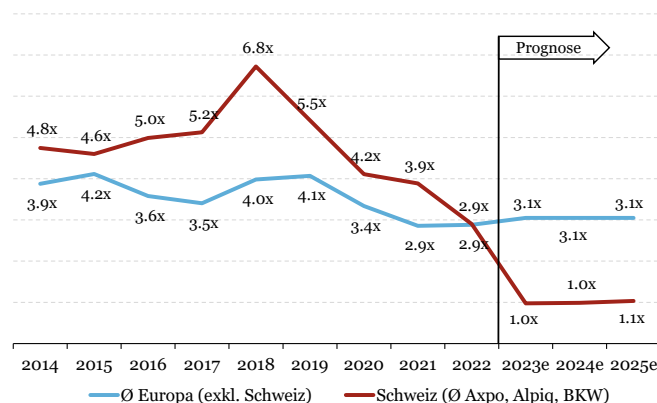
Schweizer Stromversorger gehen gestärkt aus Marktkrise, Stabilität bei Endversorgern

Auch die grossen Schweizer Stromunternehmen sind allgemein betrachtet gut unterwegs und haben im laufenden Jahr dank soliden freien Cashflows ihre Verschuldung weiter abgebaut. Dabei werden sie über die nächsten zwei Jahre von der 2021/22-Preisspitze profitieren, denn viele Verkäufe sind Termingeschäfte. Damit hätten die Schweizer Gesellschaften nun zwar die Mittel für Investitionen, die aber aus bekannten Gründen im Heimmarkt nicht schnell realisierbar sind. Es laufen Bestrebungen mit dem Ziel, dass die Genehmigungsprozesse verschlankt werden sollen. In der föderalen Schweiz sind aber viele Parteien und Interessen involviert. Als Alternative sehen wir weiterhin Investitionen im europäischen Umfeld (v.a. Onshore-Windparks).

Mit der allgemeinen Beruhigung der Märkte sind auch für Schweizer Versorger die Handelsrisiken zurückgegangen. Das wird sich in tieferen Erträgen in den risikoreichen, handelsnahen Segmenten reflektieren (soweit in der Berichterstattung separat ausgewiesen). Bei den Absicherungsstrategien beobachten wir ein Umdenken, weil hohe Hedge-Positionen einige Probleme verursacht haben. Einerseits durch hohe Sicherheitsleistungen (Margins), die man bei extremen Preisbewegungen hinterlegen muss (Liquiditätsbeschaffung), andererseits durch teure Ersatzbeschaffungen, wenn die prognostizierte Produktion unterschritten wird, z.B. wegen ungünstigen hydrologischen Bedingungen bzw. Ausfall von Kraftwerken (KKW Leibstadt). In mindestens einem Fall musste ein Stromerzeuger notfallmässig rekaptalisiert werden, weil Ersatzbeschaffungen nicht mehr tragbar waren (die Ostschweizer SN Energie). Entsprechend hat man allgemein die Absicherungspositionen reduziert sichert nun effektiv «zu wenig» ab. Die potenziellen Verluste bei dieser Strategie sind allerdings begrenzt, denn im schlimmsten Fall muss die Produktion unter den eigenen Erzeugungskosten verkauft werden. Demgegenüber ist bei «Over-Hedging» theoretisch ein unbegrenzter Verlust möglich.

Im regulierten Sektor der Schweizer Energieversorger gibt es wenig Dynamik. Weil die Strompreise der Grundversorgung unter dem gegenwärtigen Regime nur jährlich angepasst werden, sind die EBITDAs vieler Schweizer Endversorger 2022 vorübergehend eingebrochen. Zum Teil war auch die erwähnt schwache Hydrologie ein Faktor, wenn mit eigenen Anlagen nicht die erwarteten Mengen produziert werden konnten (Ersatzbeschaffungen). Einige, vor allem kleinere Versorger, sind unter Druck, weil ihre Tarife in der Grundversorgung aufgrund des ungünstigen Einkaufs weit über dem Landesdurchschnitt liegen. So bezahlen Haushalte im kleinen Berner Dorf Richigen im 2023 70 Rp/kWh für ihren Strom bei einem schweizerischen Durchschnitt von 27 Rp/kWh. Solange die Vergabe der Verteilkonzessionen aber mehr nach politischen als nach ökonomischen Kriterien erfolgt, besteht kaum Druck zur Konsolidierung und damit zu Effizienzgewinnen im Verteilsystem. Dies wäre erst der Fall, wenn im Rahmen eines europäischen Stromabkommens die Konzessionen regelmässig diskriminierungsfrei ausgeschrieben werden müssten.

Abbildung 2: Entwicklung bereinigter Leverage (Nettoschulden/EBITDA) europäischer Stromversorger



Quelle: Unternehmensdaten, I-CV

Steigendes Zinsniveau als «Game Changer»?

Der drastische Zinsanstieg über die letzten Monate wirft die Frage auf, welche Auswirkungen dies auf einen kapitalintensiven Sektor wie die Energieversorgungsindustrie haben könnte. Gerade jetzt weisen vielen Unternehmen eine grosse Pipeline von Infrastrukturprojekten auf, welche im Rahmen der politisch forcierten Energiewende umgesetzt werden sollen.

Die veränderte Zinslandschaft hat bis anhin vor allem im Rahmen markanter Wertberichtigungen auf einzelnen Offshore-Windprojekten Spuren hinterlassen (z.B. Orsted, Vattenfall, EWE). Doch dürfte dies die Ausnahme und nicht die Regel darstellen. Denn wir beobachten keine flächendeckenden Wertberichtigungen innerhalb des I-CV Utility Universums. Im Moment ist eine abschliessende Beurteilung aufgrund fehlender Projektdaten nur bedingt möglich. Zudem stehen testierte Abschlüsse mit den Werthaltigkeitsberichten der Wirtschaftsprüfer fürs laufende Geschäftsjahr noch aus. Allerdings haben sich jüngst diverse Windparkentwickler wie Iberdrola, EnBW, Engie oder RWE positiv zu den Fortschritten ihrer Offshore-Windprojekte bzw. dem künftigen Potential in diesem Bereich geäussert (z.B. Bestätigung oder gar Erhöhung der erwarteten Projektrenditen, Verweis auf indizierte Kostenüberwälzungen, erfolgreiche Neuverhandlungen von Stromlieferverträgen). Dies lässt die Vermutung zu, dass es sich bei den erwähnten Wertberichtigungen um unternehmensspezifische Einzelfälle handeln könnte, insbesondere in angelsächsischen Märkten mit besonderen regulatorischen Charakteristiken (US, UK), und nicht um ein breites Branchenphänomen.

Im Falle von Orsted kommt hinzu, dass von den Sonderbelastungen von EUR >5.0 Mia. «nur» gerade 16% auf das höhere Zinsniveau zurückzuführen sind. Der grosse Rest stammt von Strafzahlungen für Projektsistierungen bzw. Wertberichtigungen wegen Verzögerungen in der Lieferkette. Betroffen scheinen Projekte aus den Anfängen des Offshore-Wind-Booms, ohne Kostenindexierung und mit offensichtlich zu optimistischen Annahmen in Bezug auf die Projektrenditen. Das Beispiel von Orsted illustriert aus bonitätsanalytischer Sicht exemplarisch die Verletzlichkeit einseitiger Geschäftsprofile. Vertikal-integrierte Versorger (BKW, EDP, EnBW, EWE, Iberdrola, etc.) profitieren von positiven Diversifikationseffekten und können Turbulenzen in Teilbereichen besser absorbieren, weshalb diese Emittenten aus Kreditsicht zu bevorzugen sind.

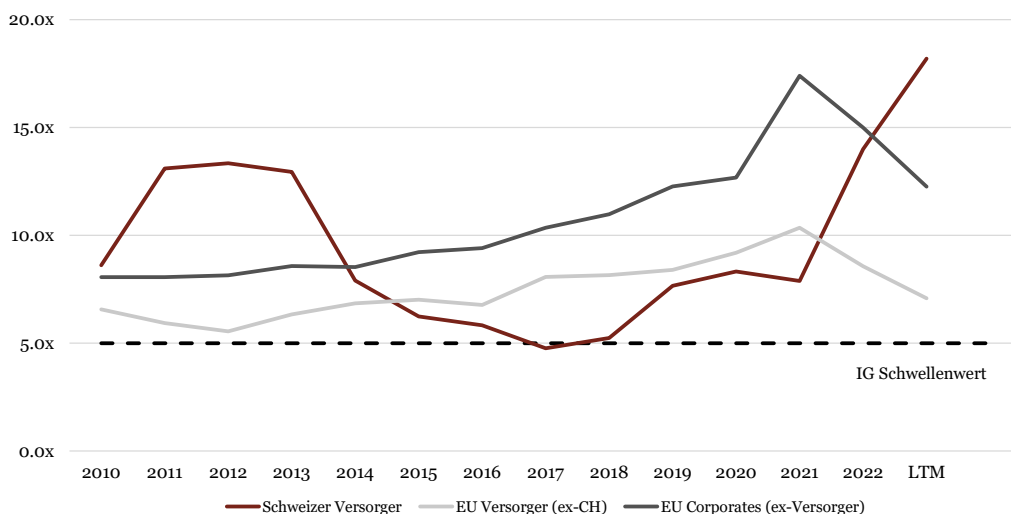
Nichtsdestotrotz hatte Orsteds und Vattenfalls Entscheid zur Sistierung einzelner Offshore-Windprojekte Signalwirkung für die politischen sowie regulatorischen Entscheidungsträger in einigen Märkten. Dabei beobachten wir klare Bekenntnisse zu Stützungsmaßnahmen bzw. attraktiveren regulatorischen Vergütungsmodellen, um die Energiewende nicht zu gefährden (z.B. verbesserte Bedingungen bei Offshore-Wind-Auktionen in Grossbritannien).

Insgesamt gehen wir davon aus, dass der Versorgungssektor gut mit dem neuen Zinsumfeld zurecht kommen wird. Dieses dürfte aus folgenden Gründen nur kurzfristig Bremsspuren hinterlassen:

- 1) Die Branche operiert aus einer Position der finanziellen Stärke (gesunde Bilanzen, solider Zinsdeckungsgrad). Gleichzeitig ist die Ratingpflege im Rahmen der Kapitalkostenoptimierung auf der Agenda der Finanzchefs wieder nach oben gerückt
- 2) Die Ertragsaussichten bleiben attraktiv
- 3) Der Sektor ist durch eine wenig preiselastische Nachfrage gekennzeichnet
- 4) Die Branche profitiert von übergeordneten gesellschaftspolitischen Zielsetzungen und damit hoher Unterstützungsbereitschaft seitens der öffentlichen Hand (u.a. Investitionshilfen). Diese ist auch oft direkt oder indirekt ein gewichtiger Eigentümer
- 5) Wir beobachten gerade ausserhalb der Schweiz eine Verlagerung Richtung defensivere Geschäftsrisikoprofile
- 6) Das regulatorische Abgeltungsregime trägt – wenn auch verzögert – dem veränderten Zinsumfeld Rechnung

3

Abbildung 3: Entwicklung Zinsdeckungsgrad (EBITDA/Bruttozinsen) im I-CV Utility Universum



Quelle: Unternehmensdaten, I-CV

Attraktive Opportunitäten im europäischen Versorgungssektor

Der defensive Versorgungssektor bietet angesichts des unsicheren Marktumfelds mit hoher Volatilität interessante Anlagemöglichkeiten, um von den zurzeit hohen Renditeniveaus profitieren zu können. Dabei erachten wir die Rendite-/Risikoprofile dieser widerstandsfähigen Branche als vergleichsweise attraktiv und stützen unsere Empfehlung auf folgende Überlegungen ab:

- 1) Erwiesene staatliche Unterstützung für systemrelevante Infrastruktur. Dabei ist der Stellenwert der Versorgungssicherheit deutlich gestiegen und Versorger werden als Teil der Lösung zur Erreichung der politisch-motivierten Energiewende betrachtet
- 2) I-CV Prognose gut tragbarer Finanzrisikoprofile, wobei gerade Stromproduzenten noch lange von hohen Preisen profitieren werden

Entscheidend bleibt die Emittentenauswahl. Spannend erachten wir momentan zum Beispiel die Schweizer Schwergewichte Alpiq oder Axpo, aber auch Kraftwerksanlagen wie Grande Dixence. Bei den europäischen Versorgern sind CEZ, EnBW, Eustream und Fortum empfehlenswert.

Opportunitäten ergeben sich zudem innerhalb der Kapitalstruktur, wo Hybridanleihen bei soliden Investment-Grade Emittenten interessant erscheinen (Präferenz: solide IG-Schuldner, hohe Reset Spreads, Non-Call 2025-28; z.B. Iberdrola).

Gerne stellen wir Ihnen bei Bedarf eine individualisierte Empfehlungsliste zusammen (I-CV Kontakt: koepfli@i-cv.ch)

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichung dieses Dokuments ist nicht gestattet.