

Versorger in Ost und West: der sichere Hafen in stürmischen Zeiten

[Zurück](#)

23.04.2009

- Versorger aufgrund solider operativer Entwicklung, stabiler Cashflows und hoher Sektorbonität als „sicherer Hafen“ eingestuft
- neue Anleiheemissionen zur Optimierung der Verschuldungsstruktur; Staat als Bürge erhöht die Kreditqualität
- Favoriten: GDF Suez, Verbund, Fortum und CEZ (solide Verschuldungskennzahlen, starkes Finanzprofil)

Die Wirtschaft in der Eurozone ist vom globalen Nachfrageeinbruch stark getroffen worden. Der internationale Nachfragerückgang führt in der Eurozone zu Produktionskürzungen. So ist die Industrieproduktion im Jänner um -16% gesunken und im Februar sogar um -18,4% (j/j). Stimmungsindikatoren und Wirtschaftsdaten lassen noch kein Ende oder eine Verlangsamung des Abwärtstrends erkennen und so rechnen wir 2009 mit einer Schrumpfung des BIP in der Eurozone um -3,6%. Ein länger anhaltender Konjunktoreinbruch hätte wohl mehr Einfluss auf den industriellen Gas- und Stromverbrauch. 2010 erwarten wir allerdings eine moderate Erholung.

Zentral- und Osteuropa befindet sich – wie die ganze Welt – in einem Konjunktoreinbruch. Ausmaß und Ursachen für den Wirtschaftsabschwung unterscheiden sich aber erheblich innerhalb der Region. Länder mit großem Exportanteil sind besonders stark betroffen, da die Güternachfrage global besonders stark eingebrochen ist. Jegliche Erholung ist eng an die Entwicklungen in Euroland gebunden. Wir erwarten eine Stabilisierung erst im zweiten Halbjahr, 2010 könnte aber die nachfolgende Erholung in Zentral- und Osteuropa etwas schneller erfolgen als in Euroland, zusätzlich unterstützt durch ein massives Aufholpotential der Produktivität gegenüber den westeuropäischen Ländern. Diese Lücke bildet die Basis für ein langfristig höheres Wirtschaftswachstum in Zentral- und Osteuropa; eine Boomphase der gesamten Region, wie sie von 2005 – 2007 stattfand, wird allerdings nicht so schnell wiederkehren.



[Download \[jpg; 212.7 KB\]](#)



[Download \[jpg; 1022.9 KB\]](#)

Der derzeitige globale Konjunktoreinbruch lenkt die Aufmerksamkeit der Investoren weiterhin verstärkt in Richtung defensive Werte. Aufgrund der geringen Zyklizität (unelastische Nachfrage) ist der Versorgersektor durch ein stabiles operatives Geschäft gekennzeichnet. Die solide operative Entwicklung, stabile Cashflows sowie hohe Sektorbonität verhelfen den Versorgern als „sicherer Hafen“ eingestuft zu werden. Die ausgewogenen Geschäftsrisikoprofile der meisten Unternehmen unterstreichen diese Eigenschaft zusätzlich. Das Liquiditätsprofil der Branche ist stabil, außerdem stehen den meisten Unternehmen ausreichende Kreditfazilitäten zur Verfügung. In CEE sowie in Südeuropa (Frankreich und Spanien) hält der Staat zudem einen hohen Anteil an den Versorgerkonzernen, fungiert bei Langfristkrediten in den meisten Fällen als Bürge und leistet damit einen positiven Beitrag zu der Kreditqualität der Firmen. Die Unternehmen müssen sich zwar auf industrielle Nachfrageschwankungen einstellen, der private Verbrauch bleibt aber generell unelastisch.

Die Branche liegt aktuell mit einem durchschnittlichen Langfrist-Rating von „A2“ im oberen Medium Bereich der Ratingskala und ist damit relativ höher bewertet als die meisten anderen Sektoren. Aufgrund der schwierigen

Bedingungen an den Kapitalmärkten sind Versorger an einem möglichst guten Rating interessiert, um einen leichteren Zugang zu den Credit Märkten zu haben. Die neuen Anleiheemissionen wurden meist zur Optimierung der Verschuldungsstruktur aufgewendet, welche bei manchen Unternehmen relativ kurzfristig angelegt war.

Die Integration vom Gas- und Stromgeschäft sowie die geographische Diversifizierung sind die wichtigsten Konsolidierungsmotive im Sektor. Gerade im jetzigen Umfeld könnten günstig bewertete Branchenplayer zu interessanten Übernahmekandidaten werden. „Wir erwarten, dass die Konzernführung bei Investitionsentscheidungen jedoch viel selektiver vorgehen wird als in den vergangenen Jahren. Andernfalls würde eine zu aggressive Expansion (mit hohem Leverage) das Rating der Unternehmen gefährden“, betont Alihan Karadagolu, Credit Analyst der Erste Group.

Langfristig gehen die Analysten der Erste Group aufgrund der verschobenen Investitionen im Energiesektor (im Upstream-Bereich – Exploration & Produktion) von höheren Öl- und Gaspreisen aus. „Wir erwarten, dass die Angebotsseite den weiteren Verlauf der Preise der primären Energieträger und damit Strompreise dominieren wird: Die Versorgerunternehmen, welche eine bessere Kostenstruktur aufweisen bzw. deren Kosten nicht von der Entwicklung der Preise primärer Energieträger abhängt, sollten somit künftig höhere Margen generieren können (Verbund und Fortum)“, so Karadagolu weiter.

„Für „buy-and-hold“-Anleger stellen die Versorgertitel eine Kerninvestition dar. Wir favorisieren demnach aus fundamentaler Sicht in erster Linie GDF Suez, Verbund, Fortum und CEZ, die über solide Verschuldungskennzahlen und ein starkes Finanzprofil verfügen. Gemessen an der EBITDA-Marge weisen zudem CEZ, Fortum und Verbund eine sehr hohe Profitabilität auf. Erst wenn sich die Märkte nachhaltig beruhigen, könnten die Versorgertitel die anderen zyklischen Branchen underperformen“, so Elena Statelov, Credit Analystin der Erste Group.

Relevante Kreditkennzahlen im Peer-Group Vergleich

	Einstufung Erste Bank Research	Moody's Rating	Umsatz in € Mio.	CAGR*	EBITDA Marge	Gearing**	Nettoversch. /EBITDA	Interest cover 1*	Interest cover 2*
EDF	stabil	A2 stabil	86.753	15,4%	15,4%	100,7%	2,4x	4,4x	5,9x
GDF Suez ***	leicht positiv	A3 stabil	83.053	30,0%	16,7%	51,0%	2,2x	5,0x	9,4x
Electricité de France	leicht negativ	A3 stabil	64.279	6,6%	22,2%	155,7%	2,7x	4,0x	8,6x
ENEL***	leicht negativ	A2 neg	61.104	15,0%	23,4%	207,7%	3,0x	2,9x	4,4x
EWÉ	leicht negativ	A1 Watchlist neg	47.500	3,0%	17,5%	30,0%	0,5x	6,1x	8,6x
Veolia	negativ	A3 neg	36.206	10,0%	11,7%	172,0%	3,9x	1,7x	3,0x
Berdeco	leicht negativ	A3 stabil	25.196	23,9%	25,5%	120,9%	4,4x	2,9x	4,3x
Endesa	stabil	A3 neg	21.720	10,3%	31,7%	81,3%	2,0x	4,2x	5,6x
Energie Baden Württemberg	stabil	A2 stabil	16.305	12,3%	15,9%	34,5%	0,6x	6,5x	9,4x
EDP Energias de Portugal	negativ	A2 neg	13.894	13,3%	22,7%	210,2%	4,4x	2,7x	4,4x
CEZ	leicht positiv	A2 stabil	6.766	12,0%	40,0%	10,4%	0,4x	12,4x	16,9x
Fortum	leicht positiv	A2 stabil	5.436	8,0%	44,0%	60,1%	2,2x	5,3x	6,7x
Verbund	leicht positiv	A1 stabil	3.745	4,0%	35,3%	90,2%	2,1x	6,9x	8,0x
EVN	negativ	A1 Watchlist neg	2.397	14,7%	15,1%	43,4%	3,6x	0,6x	1,3x
Mittelwert				12,9%	24,7%	107,0%	2,5x	4,0x	7,0x
Median				12,2%	22,5%	90,2%	2,4x	4,6x	6,3x

* Compound Annual Growth Rate von 2004 bis 2008, ***) CAGR durch Akquisitionen verzerrt, **) Nettoverschuldung/EBITDA, 1*) EBIT/(Zinsaufwendungen), 2*) EBITDA/(Zinsaufwendungen)

Quelle: Erste Bank Research, Bloomberg

Exkurs: Hohe Investitionsintensität aufgrund weltweit zunehmenden Strombedarfs

Der Versorgersektor ist und wird aufgrund des weltweit steigenden Energiebedarfs eine investitions-intensive Branche bleiben. Laut dem Energiebericht der Europäischen Union (EU) 2007 nimmt die Stromnachfrage in der EU jährlich um 1,5% zu. Die gesamte Elektrizitätsnachfrage der EU27-Länder belief sich 2007 auf etwa 3.000 TWh. Deutschland wies den höchsten Konsum mit 567 TWh auf, gefolgt von Frankreich, Großbritannien und Italien. Bis 2020 dürfte der erwartete Gesamtbedarf um 27% steigen, wobei die süd- und osteuropäischen Länder den höchsten Anstieg der Stromnachfrage aufweisen.

Dementsprechend müssen langfristig die Stromerzeugungs- und Stromversorgungskapazitäten erweitert bzw. erneuert werden. In dieser Hinsicht erwartet die Europäische Kommission in den kommenden 25 Jahren einen Investitionsbedarf von etwa EUR 900 Mrd. Dies und die mittelfristigen Investitionsprogramme der europäischen Versorgerkonzerne zeigen abermals die Investitionsintensität der Branche deutlich an.

Mittelfristige Investitionsprogramme von ausgewählten europäischen Versorgern

CEZ	CZK 340 Mrd. (EUR 12,5 Mrd) werden zwischen 2009-2013 für Capex vorgesehen. Großteil davon entfällt auf Stromerzeugung (u.a. Braunkohlekraftwerk in CZ, Windpark in RO) und Vertrieb.
Enel	EUR 33 Mrd. (2009-2013) werden zu 52% für Wachstum und 48% für Erhalt des bestehenden Geschäfts vorgesehen.
E.ON	EUR 30 Mrd. (2009-2011) werden zu 68% für Wachstum und 32% für Erhalt des bestehenden Geschäfts vorgesehen.
GDF Suez	Das EUR 30 Mrd. schwere Programm (2008-2010) zielt auf organisches Wachstum und Erhalt des bestehenden Geschäfts.
Iberdrola	Das EUR 24 Mrd. schwere Investitionsprogramm (2008-2010) umfasst auch die abgeschlossene Übernahme von East Energy. 2009 werden Capex-Ausgaben von EUR 4,2 Mrd. erwartet (-44% j/j).
RWE	Das EUR 26 Mrd. Investitionsprogramm bis Ende 2012 wird auf jährlich EUR 6,5 Mrd. aufgeteilt. 50% organisches Wachstum soll dabei erreicht werden.
Verbund	Gepplant ist ein Capex-Programm in Höhe von EUR 2,8 Mrd. bis 2015. 40% davon werden für Ausbau der Übertragungsnetze in Österreich verwendet.

Quelle: Geschäftsberichte; Erste Bank Research

1 Innerhalb der Branche verfügen die meisten Unternehmen über starke Kreditprofile und eine solide Investment Grade Ratingeinstufung. Bedingt durch ihre umfangreichen Investitionsprogramme befinden sich nur EVN und RWE auf der negativen Überprüfungsliste.

2 Im ersten Quartal 2009 konnte der Versorgersektor Anleihen in Höhe von EUR 26 Mrd. erfolgreich platzieren (Refinanzierungsbedarf der Branche liegt 2009 bei etwa EUR 16 Mrd.). Dies entspricht rund einem Viertel des gesamten Emissionsvolumens am EUR-Primärmarkt.

3 Leverage = durch Fremdmittel finanzierte Investitionsprogramme und M&A-Transaktionen in sehr hohem Ausmaß.

[1] Terawattstunde; 1 TWh = 1 Milliarde Kilowattstunde

[Download Pressemitteilung \[pdf; 1018.4 KB\]](#)

[Zurück](#)