

Credit Insight: 1. November 2022 / KEF, HEK

## Europäische Versorger – Marktübertreibungen bieten Chancen

### Konklusion & Empfehlungen

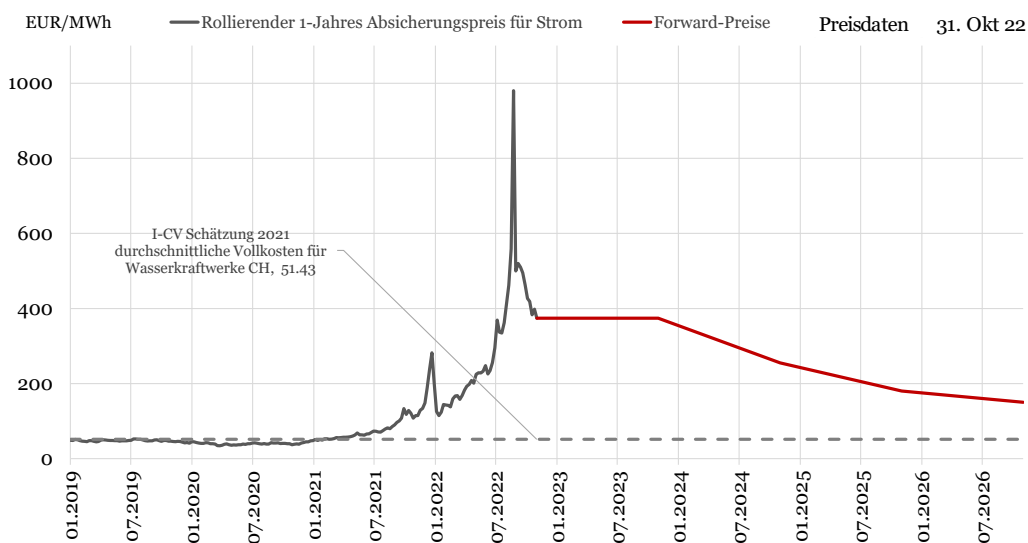
- Wir bleiben konstruktiv für den Sektor und bestätigen unsere I-CV Sector View mit **Improving**. Die Versorgungssicherheit hat zurzeit oberste Priorität und zur Verhinderung eines Systemkollapses hat die Politik Schutzmassnahmen implementiert. Die Versorger werden grundsätzlich als Teil der Lösung gesehen, weshalb regulatorische Belastungen nicht übermässig ausfallen werden
- Erhöhte Risiken ergeben sich bei der Vermarktung im volatilen Preisumfeld, doch im Allgemeinen profitieren Stromerzeuger von rekordhohen Grosshandelspreisen. Gleichzeitig beobachten wir bei vielen europäischer Versorgern einen Trend zu defensiveren Geschäftsrisikoprofilen. Alles in allem erwarten wir künftig sinkende bis gut tragbare Schuldenratios. Deshalb sehen weiteres Heraufstufungspotential innerhalb des I-CV Utility Universums
- Wir beobachten attraktive Rendite-/Risikoprofile in einem grundsätzlich defensiven Sektor. Dabei ergeben sich im aktuellen Umfeld wegen geringer Risikodifferenzierung interessante Kaufgelegenheiten. Entscheidend bleibt die Emittentenauswahl

### Gaspreise bilden sich von Rekordwerten zurück, verharren aber weiterhin ein Vielfaches über historischen Niveaus

Die europäischen Gaspreise unterliegen seit Ende 2021 extremen Schwankungen, welche durch die Eskalation im Russland-Ukraine Konflikt bzw. der damit verbundenen Gefahr einer Energiemangellage in Europa befeuert wurde. Seit dem Rekordhoch im August 2022 haben sich die europäischen Gaspreise wieder deutlich reduziert, was primär auf die milde Witterung sowie die hohen Füllstände der Gasspeicher in Europa zurückzuführen ist. Diese sind mittlerweile praktisch voll, wobei die Befüllung schneller als erwartet vorankam. Dies war jedoch mit extrem hohen Kosten verbunden. Nichtsdestotrotz ergibt sich dadurch mit Blick auf eine mögliche Energiemangellage mindestens kurzfristig eine Entspannung. Dies ist insbesondere für die Industriena-tion Deutschland zentral, da diese stark von russischem Erdgas abhängig ist. Dabei geht die deutsche Bundesnetzagentur davon aus, dass das heimisch eingespeichert Gas für etwa zwei kalte Wintermonate ausreicht, sprich der komplette Gasverbrauch in Deutschland könnte theoretisch über diesen Zeitraum gedeckt werden. Das Umfeld bleibt aber weiterhin volatil und die Gaspreise verharren immer noch ein Vielfaches über den historischen Niveaus. Konkret liegt der 1-Jahres Gas-Terminkontrakte für 2023 zurzeit rund 7x höher als Ende 2020.

Die drastischen Bewegungen an den europäischen Gasmärkten verteuern unmittelbar den Strom, denn die Erzeugung mit Gas bestimmt die Grenzkosten und damit die Marktpreise für Strom in den Staaten Zentraleuropas. Hinzu kommen Kapazitätsbeschränkungen (z.B. limitierte Verfügbarkeit der KKW's in Frankreich), welche die Situation zusätzlich verschärfen. Trotz der jüngsten Entspannung auf den Gasmärkten bleiben auch die Marktpreise für Strom weiterhin auf sehr hohen Niveaus. Profiteure sind Stromproduzenten mit einem kostengünstigen Erzeugungspark (Wasser, Nuklear), welche dieses hohe Preisniveau via Hedging-Geschäften absichern. Den attraktiven Ertragsaussichten stehen aber erhöhte Ersatzbeschaffungs-, Handels- und Liquiditätsrisiken gegenüber. Ungemütlich ist die Situation zurzeit vor allem für Versorger mit Strom- oder Gas Short-Positionen, welche sich mit deutlich höheren Beschaffungskosten konfrontiert sehen. Insgesamt beobachten wir jedoch diverse staatliche Massnahmen, welche die Risiken entlang der ganzen Versorgungskette zumindest temporär abmildern.

Abbildung 1: Entwicklung der Grosshandelspreise für Strom in Deutschland\*










\*historische 1-Jahres Hedge-Preise, Forward-Preise für 2023-2026

Quelle: Daten EEX, I-CV

## I-CV These – Extreme Energiemangellage wird abgewendet

Die Wahrscheinlichkeit hinsichtlich einer extremen Strom- und Gasmangellage für den Winter 2022/23 hat sich markant reduziert. Wesentlich dafür sind die Fortschritte bzgl. folgender Faktoren:

Faktor	Kommentar	Einschätzung
<b>Nachfragereduktion</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sparmassnahmen und Substitution</li> <li>- Wirtschaftliche Abkühlung</li> <li>- Verändertes Konsumverhalten</li> </ul>	
<b>Kapazitäten</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bis auf 11 sollten alle KKW's in FR per Januar 2023 wieder in Betrieb sein (total 56; zurzeit nur circa 50% aktiv)</li> <li>- Laufzeitverlängerung KKW's / Kohlekraftwerke in Deutschland auf sechs Monate</li> </ul>	
<b>Ersatzbeschaffungen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Verschiedene Absichtserklärungen und Ersatzbeschaffungen implementiert</li> <li>- Unsicherheiten bleiben bzgl. der Kosten und Dauer bis zum vollständigen Ersatz russischer Gaslieferungen</li> </ul>	
<b>Füllstände Energiespeicher</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Gas: Fast vollständig gefüllt. Milder Winter 2022 wäre auch für Wiederauffüllung 2023/24 vorteilhaft.</li> <li>- Wasserspeicher: Schweiz gut, aber unterdurchschnittlich in Norwegen</li> </ul>	
<b>Meteorologie</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Erste Prognosen gehen von mildem Winter 2022/23 aus. Effektive Wetterlage bleibt aber unklar</li> </ul>	
<b>Zeit</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Faktor Zeit hilft bzgl. Reaktionsfähigkeit und Anpassungsmöglichkeiten, besonders für Winter 23/24</li> </ul>	
<b>Event Risiken</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sabotage kritischer Versorgungsinfrastruktur mit unkalkulierbaren Folgen (z.B. ukrainisches Stromnetz)</li> </ul>	

 = Fortschritt

Quelle: I-CV

Zwar bleibt die Lage fragil und unberechenbar, doch sind wir auch vorsichtig optimistisch für den Winter 2023/24. Dies darf jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Abwendung der Energiekrise nicht nur kostspielig und zeitaufwändig ist (z.B. teure Ersatzbeschaffungen mit dem Bau von Gasterminals), sondern auch nicht zu unterschätzende politische Hürden zu überwinden sind. Als Folge wird die EU kurz- bis mittelfristig an Wettbewerbsfähigkeit einbüßen (Verlust der Standortattraktivität für Industrieunternehmen) und gleichzeitig werden die Insolvenzen steigen, weil die höheren Inputkosten die Margen und Cash-Flows vieler Firmen dezimieren.

### Konstruktiver I-CV Sektorausblick durch Verschiebung Richtung defensivere Geschäfts- bzw. stärkere Finanzrisikoprofile

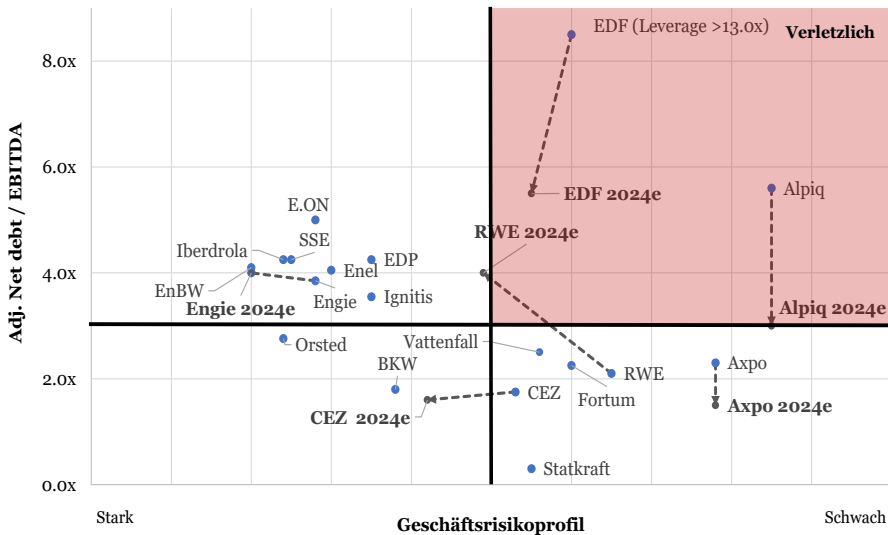
Der sprunghafte Preisanstieg für Strom und Gas hat zu Verzerrungen in den Finanzzahlen geführt, einerseits durch aufgeblähte Handelsumsätze sowie starkes Bilanzwachstum (kurzfristige Aktiva und Passiva). Die absolute Ertragsgenerierung ist aber dank Terminverkäufen gestiegen. Dieser Trend wird sich in den Folgejahren fortsetzen.

Die operativen und regulatorischen Risiken bleiben in diesem volatilen Marktumfeld allerdings hoch. So führen die Marktverzerrungen zu zusätzlichen Herausforderungen im finanziellen Risiko-Management (Asset-Liability-Matching, Forderungs- und Liquiditätsrisiken). Gerade die Liquiditätsbewirtschaftung steht dieses Jahr besonders stark im Fokus. Hier sehen sich die Stromerzeuger mit einem kuriosen Marktparadoxon konfrontiert, nämlich dass die Anwendung konservativer Absicherungsstrategien zu extrem hohem Liquiditätsbedarf führen kann. Bei den zeitweise fast explodierenden Preisen sahen sich die Stromproduzenten mit Nachschussforderungen (Margin Calls) der Gegenparteien konfrontiert, die den Finanzrahmen mancher Gesellschaft praktisch sprengten. Zwar werden diese Mittel nach erfolgter Lieferung wieder frei, doch bis dahin müssen diese finanziert werden. Die Lage hat sich dank staatlichen Hilfestellungen, z.B. Kreditgarantien, sowie den gesunkenen Marktpreisen momentan wieder etwas entspannt.

Ein grosser Schaden für die Erzeuger würde in einer solchen Situation durch den Ausfall eines Kraftwerks entstehen, wenn teure Ersatzbeschaffungen im Markt getätigt werden müssten, um die vertraglichen Leistungen erbringen zu können. Solches ist als Analogon im Gasmarkt den deutschen Importeuren von russischem Gas passiert. Weil sie nach dem Lieferstopp bei der Nordstream 1 Pipeline das Gas nur zu exorbitanten Preisen von alternativen Quellen, z.B. als LNG, beschaffen konnten, mussten sie zur Vermeidung eines Systemkollaps über Nacht von der Bundesrepublik verstaatlicht werden (Uniper und die ehemaligen Tochtergesellschaften der Gazprom in Deutschland).

Ausserhalb der Schweiz beobachten wir eine anhaltende Verlagerung Richtung defensive Geschäftsrisikoprofile (Engie, CEZ, RWE). Damit stehen den geplanten hohen Investitionen berechenbare Erträge (Regulation, Langfristverträge) gegenüber. Im Vergleich dazu bleiben die reinen Produzenten infolge der fehlenden Diversifikation und risikoreicheren Handelsgeschäften verletzlich (Axpo, Alpiq), profitieren aber zurzeit von verbesserten Ertragsaussichten. Ausserdem haben sich die Versorger in Europa diszipliniert gezeigt, und angesichts der Marktturbulenzen erwarten wir eine anhaltend umsichtige Finanzpolitik. Alles in allem gehen wir von sinkenden bis gut tragbaren Schuldenratios aus.

Abbildung 2: Geschäfts- und Finanzrisikoprofile ausgewählter Versorger in Europa

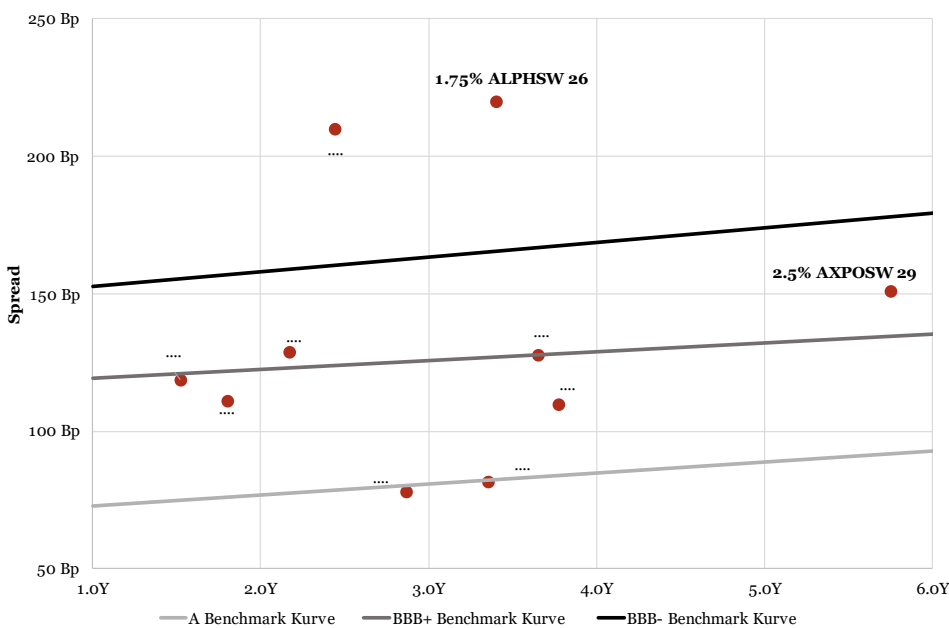


Quelle: Unternehmensangaben, I-CV

### Attraktive Opportunitäten im europäischen Versorgungssektor

Die Marktturbulenzen im europäischen Versorgungssektor haben zu einem starken Anstieg der Renditen geführt. Zum Beispiel haben sich die Kreditrisikoprämien der Schweizer Schwergewichte (Alpiq, Axpo) nach den rekordhohen Strom- und Gaspreisen im August 2022 bzw. der Aktivierung des schweizerischen Rettungsschirms (FiREG-Gesetz) deutlich erhöht. Attraktive Rendite-/Risikoprofilen sehen wir aber auch bei anderen Versorgern in Europa.

Abbildung 1: Ausgewählte Opportunitäten bei CHF Utility Emittenten (Senior-Unsecured)



Quelle: I-CV; Refinitiv

Attraktive Anlagemöglichkeiten ergeben sich zudem innerhalb der Kapitalstruktur, wo Hybridanleihen bei soliden Investment-Grade Emittenten interessant erscheinen (Präferenz: solide IG-Schuldner, hohe Reset Spreads, Non-Call 2024-27).

Wir sehen die momentanen Marktüberreibungen als Einstiegschance in einen grundsätzlich defensiven Sektor und stützen unsere Empfehlung u.a. auf folgende Überlegungen ab: (1) Erwiesene staatliche Unterstützung für systemrelevante Infrastruktur. Die Energiekrise wird als «Force Majeur»-Ereignis betrachtet, weshalb Staaten stützend eingreifen. Dabei ist der Stellenwert der Versorgungssicherheit deutlich gestiegen und Versorger werden als Teil der Lösung betrachtet, (2) Prognose gut tragbarer Finanzrisikoprofile, wobei gerade Produzenten noch lange von hohen Preisen profitieren werden und (3) Liquiditätsrisiken stellen nur ein temporäres Phänomen dar. Entscheidend bleibt die Emittentenauswahl.

**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 Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.