

Good bank, bad bank: E.ON gaat zich opsplitsen

- E.ON: Kopen voor de offensieve portefeuille. Houden voor de gebalanceerde en defensieve portefeuille; Koers € 13,96
- RWE: Mijden; Koers € 22,29



De klassieke energieleveranciers in Europa hebben het moeilijk. Dankzij een gulle subsidiering van overheidswege is in veel landen van de Europese Unie renewable energy geleidelijk aan een meer dan geduchte concurrent geworden. De klassieke leveranciers van energie en elektriciteit zijn vooral in Duitsland zwaar in het defensief gedrongen. Daar besloot de regering van mevrouw Merkel in 2011 om kernenergie volledig in de ban te doen, terwijl de levering van elektriciteit, opgewekt door het verbranden van olie, kolen of gas, naar het 2de plan werd gedrukt om zo de CO2 uitstoot drastisch te verminderen. Het ultieme doel was en is om in 2050 80% van de behoefte aan elektriciteit te voorzien uit hernieuwbare bronnen. Op dit moment komt ongeveer 25% uit hernieuwbare bronnen.

2014 International Energy Efficiency Scorecard



De gevolgen laten zich niet moeilijk raden. Dankzij de subsidies konden kleine en grote leveranciers van renewable energy gemakkelijk de concurrentie aan met grote jongens als RWE en E.ON. Door het overaanbod van elektriciteit zijn de prijzen immers dramatisch gedaald. Dat vertaalt zich in een voortdurende verslechtering van de resultaten. In 2014 leed laatstgenoemde een verlies van € 3,2 miljard. Het verlies was overigens niet alleen toe te schrijven aan zwakke marktomstandigheden in Standort Deutschland, maar ook aan een heel zwakke roebel. E.ON behaalt ongeveer 6% van zijn operationeel resultaat in Rusland. Het bedrijf zag zich bovendien gedwongen afschrijvingen te doen ter waarde van € 5,4 miljard op energiecentrales in bijvoorbeeld Groot Brittannië, Italië en Duitsland.



Figure 1 Herstel van vertrouwen in E.ON

Het heeft toch nog enkele jaren geduurd voordat bedrijven als RWE en E.ON zich hebben neergelegd bij de onvermijdelijkheid van de renewable trend. Pas aan het einde van 2014 kwam het management van E.ON met een antwoord op de gang van zaken sinds 2011. Maar de Duitsers maken nu wel grote en beslissende stappen voor de toekomst van het bedrijf. Alle vormen van conventionele energieopwekking, de handel in energie, Exploratie en Productie en de kernenergie

worden ondergebracht in een nieuwe onderneming die waarschijnlijk al in 2016 of 2017 naar de beurs gebracht gaat worden. Het huidige E.ON gaat de focus leggen op renewable energy, de distributie ervan en op verschillende vormen van dienstverlening aan de klant.

Volgens het huidige management verschillen beide entiteiten fors van elkaar. Het nieuwe bedrijf, dat feitelijk een soort bad bank is, zal zijn beleggers een royaal dividend bieden ter compensatie van de geringe groeipotentie van het bedrijf. De toekomst van de Gas business is onzeker. Dat geldt ook voor Exploratie en Productie om maar niet te spreken over de onzekerheden voor de conventionele opwekking van energie. Door de nauwe economische betrekkingen met Rusland is de nieuwe entiteit ook nog eens gevoelig voor geopolitieke spanningen. Dat maakt de aantrekkelijkheid van het bedrijf er niet beter op. Met andere woorden, het risicoprofiel verslechtert.

LTM EBITDA, €mn	Today		After Spin-off
Reported Segment	E.ON SE	E.ON SE	"New Company"
Generation	2,403	-	2,403
Hydro	760	-	760
Wind/Solar/Other	743	743	-
Global Commodities	-74	-	-74
E&P	1,264	-	1,264
Germany Distribution & Supply	1,923	1,923	-
Other EU Distribution & Supply	1,777	1,777	-
Non-EU*	458	-	458
Consolidation	-430	-215	-215
	8,824	4,228	4,596

Figure 2 Good and Bad Bank

Bij het huidige E.ON komt de focus op groei te liggen. Het risicoprofiel is laag, omdat de activiteiten van het nieuwe oude E.ON (good bank) zwaar gereguleerd zijn. Bij Barclays Bank hebben ze berekend dat zeker 75% van het operationeel resultaat afkomstig is uit streng geregleerde activiteiten zoals renewable energie maar vooral uit de distributie. Vooral daardoor zal het risicoprofiel verbeteren, zo denken de bankiers. Dat zal ook de kredietwaardigheid zeker verhogen. Die kan volgens Barclays alleen verslechteren als de Duitse regering tot de conclusie zou komen dat door de zwakke kredietwaardigheid van de nieuwe combinatie de noodzakelijke nucleaire zekerheden in gevaar komen. In dat geval zou het nieuwe oude E.ON wel eens verplicht kunnen worden om meer liquiditeiten over te boeken naar de nieuwe combinatie.

€mn	E.ON today		After Spin-off		
	E.ON SE	E.ON SE	E.ON SE	"New Company"	
Economic Net Debt	LTM Reported	LTM ARO-adjusted	LTM Reported	LTM Reported	LTM ARO-adjusted
Financial Liabilities	18,941	18,941	18,941	0	0
FX Hedging adjustment	99	99	99	0	0
Provisions for pensions	4,869	4,869	3,408	1,461	1,461
ARO	18,530	11,674	0	18,530	11,674
Gross Economic Debt	42,439	35,583	22,448	19,991	13,135
Liquid Funds	4,516	4,516	3,000	1,516	1,516
Non-current securities	5,014	5,014	0	5,014	5,014
Economic Net Debt	32,909	26,053	19,448	13,461	6,605
Net Debt/LTM EBITDA	3.73x	2.95x	4.60x	2.93x	1.44x
FFO/Net Debt est.	18.8%	23.7%	15.2%	23.9%	48.7%

Bij Barclays zijn ze echter in eerste instantie en op het eerste gezicht positief over het nieuwe oude E.ON. Er blijft een bedrijf achter met voldoende financiële slagkracht en een hoge kredietwaardigheid. Een duidelijk nadelig puntje voor de beleggers/bankiers is dat door de noodzaak tot hoge investeringen een mooie dividenduitkering voorlopig een vorm van wensdenken zal blijken.

Bij Barclays zijn ze overigens van mening dat de mogelijkheid gering is dat RWE een gelijksoortig beleid op poten zal zetten. Deze concurrent heeft eenvoudigweg minder mogelijkheden om een min of meer levensvatbaar nieuw RWE te ontwikkelen. Dat zou de kans gering maken dat RWE in een nieuwe entiteit de nieuwe nucleaire activiteiten zou kunnen onderbrengen.



Figure 3 Beleggers hebben minder vertrouwen in de toekomst van RWE

Op afzienbare termijn zal E.ON en ook RWE meer duidelijkheid bieden over de toekomst. In afwachting daarvan handhaven we het koopadvies op E.ON. We beperken dat advies tot de offensieve portefeuille. Wat E.ON gaat doen is uniek voor de sector en daarom bestaat er geen consensus over de vraag hoe deze opsplitsing zal gaan uitpakken. Het is als het ware een stap in het duister. We geven een Houdenadvies voor de defensieve en gebalanceerde portefeuille. We denken

dat beleggers RWE beter kunnen mijden. Dit bedrijf heeft nog geen nieuwe visie op de toekomst ontwikkeld.

Heeft u naar aanleiding van deze nieuwsbrief nog vragen of wilt u meer informatie over de diensten van ER Capital Vermogensbeheer dan kunt u gebruik maken van onderstaande link.

[KLIK HIER](#)

Westplein 9, 3016 BM ROTTERDAM

Telefoon: 010 - 28 81 446 / Email: nieuwsbrief@ercapital.nl / Website: www.ercapital.nl