

BILANZCHECK

Die Baustellen des neuen Eon-Chefs

Hohe Schulden, schwacher Kurs und Risiken im Kerngeschäft: Johannes Teyssen hat seinem Nachfolger zwar einen fokussierten Konzern hinterlassen - aber auch noch viel Arbeit.

Jürgen Flauger Düsseldorf

Wenn der neue Eon-CEO Leonhard Birnbaum sich in der kommenden Woche erstmals bei der Hauptversammlung präsentiert, wird der langjährige Vorstand auf viel Wohlwollen stoßen - aber auch auf gehörigen Frust. Der Aktienkurs, die wichtigste Währung der Anteilseigner, ist seit Jahren ein großes Ärgernis. Während die Aktie von Konkurrent RWE in den vergangenen drei Jahren um 60 Prozent nach oben kletterte, waren es bei Eon gerade einmal zehn Prozent.

Eons langjähriger Chef Johannes Teyssen, der den **Energiekonzern** fast elf Jahre geführt, saniert und gleich mehrfach umgebaut hat, räumte kurz vor seinem Abschied Ende März ein: "Wir müssen unsere Strategie den Kapitalmärkten sicher noch besser vermitteln." Der Aktienkurs sei "sicherlich" eine Baustelle, die er seinem Nachfolger hinterlasse.

Aber auch nicht die einzige. Teyssen hat Birnbaum eine anspruchsvolle Aufgabe gestellt. Der 61-Jährige hat Eon zwar auf die Sparten Vertrieb und Netz ausgerichtet und nach der Übernahme von Innogy zu einem der größten Versorger Europas gemacht. Birnbaum muss jetzt aber die Integration vollenden - und neue Wachstumschancen finden.

In seinem letzten Geschäftsjahr hat Teyssen zwar noch einige Probleme gelöst - beispielsweise im schwierigen britischen Markt -, aber auch noch einige Herausforderungen hinterlassen. Dazu gehören die hohe Verschuldung, der schwache Aktienkurs, ein sehr hoher Goodwill und Ertragsrisiken in der wichtigsten Sparte, dem Netzgeschäft. Das zeigt die Handelsblatt-Bilanzanalyse.

Strategie: In Europa eine Macht Der **Energiekonzern**, den Teyssen seinem Nachfolger Birnbaum übergeben hat, hat nur noch wenig mit dem Unternehmen aus dem Jahr 2010 zu tun, als Teyssen selbst an die Spitze rückte. Damals deckte Eon noch die komplette Palette der **Energiewirtschaft** ab - als Stromproduzent mit Atomkonzernen, Kohle- und Gaskraftwerken und Windrädern, als Gashändler, Vertriebsgesellschaft und Netzbetreiber.

Getrieben durch die Politik, die **Energiewende** und die Klimadebatte spaltete Eon unter Teyssen 2016 erst die fossilen Kraftwerke ab und 2019 im Tauschgeschäft mit RWE dann auch noch die erneuerbaren **Energien**. Eon übernahm im Gegenzug die RWE-Tochter Innogy, aber nur mit den Sparten Netz und Vertrieb - beziehungsweise Kundenlösungen, wie der Konzern die Sparte nennt. Würden Eon und RWE beide alles machen, wären sie "zu schwachbrüstig", erklärte Teyssen zum Abschied. "Jetzt gehören wir bei Netz und Kundenlösungen und RWE bei den erneuerbaren **Energien** zur Spitzengruppe in Europa."

Tatsächlich ist Eon im neuen Kerngeschäft - zumindest was Absatz und Umsatz angeht - eine Macht. Eon setzte 2020 knapp 61 Milliarden Euro um, 48 Prozent mehr als im Jahr zuvor. Das lag aber daran, dass die Übernahme von Innogy erst im September 2019 besiegelt wurde und die Zukäufe im Vorjahr entsprechend nur mit wenigen Monaten einbezogen wurden.

Im neuen Kerngeschäft mit den **Energienetzen** und den Kundenlösungen kletterte der Umsatz jeweils um rund die Hälfte. Dagegen fielen die Umsätze im veräußerten Geschäft mit den erneuerbaren **Energien** komplett weg. In der Rubrik Nicht-Kerngeschäft führt Eon die Kernkraftwerke. Dank höherer Preise kletterte der Umsatz hier um 18 Prozent. Spätestens Ende 2022, wenn das letzte Kernkraftwerk im Zuge des Atomausstiegs vom Netz ist, werden die Umsätze aber wegfallen, und die Tochter Preussen-Elektra muss sich auf den Rückbau der Anlagen konzentrieren.

Die Übernahme von Innogy trieb auch den Absatz nach oben: bei Strom um 155 Milliarden Kilowattstunden auf 369 Milliarden KWh und bei Gas um 124 Milliarden auf 382 Milliarden KWh. Insgesamt versorgt Eon rund 53 Millionen Kunden in Deutschland, Großbritannien, den Niederlanden, Belgien, Skandinavien und Osteuropa.

Zum Vergleich: Der mächtigste europäische **Energiekonzern**, Enel aus Italien, hat rund 70 Millionen Kunden, davon aber 28 Millionen in Lateinamerika. In Europa ist der Konkurrent mit 42 Millionen Kunden kleiner. Im Gegensatz zu Eon ist Enel aber auch noch in der Stromproduktion vertreten.

Nettogewinn: Nur bereinigt ist er gestiegen Der Konzernüberschuss ist um 29 Prozent auf knapp 1,3 Milliarden Euro gesunken. Unter anderem waren im Vorjahr noch die Ergebnisse des Segments **erneuerbare Energien** enthalten, das dann ja an Innogy veräußert wurde. Deutlich geklettert ist der Steueraufwand aus fortgeführten Aktivitäten aufgrund eines

Einmaleffekts - von 43 Millionen Euro auf 871 Millionen Euro. Das Finanzergebnis liegt mit einem Fehlbetrag von 700 Millionen Euro zudem deutlich unter dem des Vorjahres.

Eon bereinigt seine Ergebnisse, sowohl das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (Ebit) als auch den Überschuss, um eine Reihe nicht operativer Effekte, wie zum Beispiel die Marktbewertung von Derivaten. Zu den Bereinigungen zählen auch Netto-Buchgewinne, Wertberichtigungen und -aufholungen, bestimmte Aufwendungen für Restrukturierungen oder die Folgebewertung von stillen Reserven und Lasten. Der Konzern will so die Entwicklung von operativer Performance und Überschuss vergleichbarer machen.

Bereinigt lag der Überschuss mit 1,6 Milliarden Euro vier Prozent über dem Pro-Forma-Wert des Vorjahres. Das lag vor allem an einem deutlich verbesserten Zinsergebnis. Die Zinsausgaben verringerten sich um mehr als 200 Millionen Euro, weil die Refinanzierungskosten der Anleihen sanken.

Operative Lage: Geringer Dämpfer durch die Pandemie Bereinigt stieg das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (Ebit) um 17 Prozent auf 3,8 Milliarden Euro, im Kerngeschäft um 18 Prozent auf 3,4 Milliarden Euro. Hier schlug die Übernahme der Kunden und Netze von Innogy zu Buche, die erstmals in einem kompletten Jahr einbezogen wurden. In den Segmenten **Energienetze** und Kundenlösungen kletterte das Ebit so um jeweils 30 Prozent.

Das reichte aus, um einige Dämpfer zu verkraften. So drückte der Regulierer in Schweden die Erträge. In Deutschland spürte Eon das milde Wetter, das den Absatz schmälerte. Im Gegensatz zu Konkurrent RWE spürte Eon zudem die Folgen der Covid-Pandemie, wenn auch längst nicht so stark wie Unternehmen anderer Branchen.

Vor allem während des Lockdowns im Frühjahr wurde deutlich weniger Strom verbraucht, nicht von den privaten Haushalten, aber bei Großkunden. Ganze Fabriken standen wochenlang still, Geschäfte waren geschlossen und Büroflächen verwaist. Damit wurde nicht nur weniger Strom verbraucht, sondern auch weniger durch Eons Netz geleitet. Insgesamt drückten die Effekte durch die Pandemie Eons Ergebnis um 280 Millionen Euro. Stromproduzenten wie RWE kamen da glimpflicher weg. Da sie ihren Strom üblicherweise langfristig am Terminmarkt verkaufen, mussten sie das Risiko des Nachfragerückgangs nicht tragen.

Aber auch bei Eon ist der Effekt nur begrenzt, und einen Teil wird der Konzern in den kommenden Jahren wieder wettmachen können - den im Netzgeschäft. Die Regulierer billigen den Netzbetreibern üblicherweise für mehrjährige Perioden Erlöse zu. Die Einbußen aus dem vergangenen Jahr wird Eon deshalb wieder aufholen können.

Sparten: Unwucht zugunsten des Netzgeschäfts Bei den Sparten gibt es ein deutliches Ungleichgewicht: Die **Energienetze** tragen mit 3,3 Milliarden Euro 85 Prozent des Konzern-Ebits. Die Kundenlösungen kommen nur auf 454 Millionen Euro. Das ist nicht einmal ein Siebtel und nur wenig mehr, als das auslaufende Geschäft mit den Atomkraftwerken noch abwirft.

Eon stellt die hohen Ergebnisse im Netzgeschäft als Vorteil heraus. Ein hoher Anteil des Ebits werde in "sehr stabilen Geschäftsfeldern" erwirtschaftet. Das stimmt auf den ersten Blick auch. Das Netzgeschäft ist reguliert. Die Regulierungsbehörden deckeln zwar die Erträge, billigen den Netzbetreibern aber auch über Jahre hinweg kalkulierbare Renditen zu, die gemessen an den aktuellen Zinsen sehr auskömmlich sind. Für langfristig orientierte Anleger ist das ein Vorteil.

Umso kritischer ist es, wenn die Regulierung angepasst wird. Auf Eons Heimatmarkt Deutschland steht das bald an. Bei Gas beginnt 2023 eine neue Regulierungsperiode, bei Strom ein Jahr später. In Kürze werden die Bedingungen festgezurr, und Eons neuer Chef Birnbaum muss sich auf deutliche Einbußen im Netzgeschäft einstellen.

Bei den Kundenlösungen muss Birnbaum deshalb die Erträge deutlich steigern. Wenigstens hat Teyssen offenbar noch das drängendste Problem gelöst: die Schwierigkeiten im britischen Vertriebsgeschäft, die Eon sich mit der Übernahme von Innogy eingehandelt hatte. Der britische Strommarkt ist besonders hart umkämpft und die Regulierung scharf. Schon Eons Tochter kämpfte mit Problemen und konnte sich mit Mühe in der Gewinnzone halten. Innogys Tochter N-Power verbuchte aber sogar regelmäßige Verluste - unter anderem wegen einer völlig veralteten IT. 2019 hatte Eon hier deshalb einen Verlust von 162 Millionen Euro verbucht und 2020 noch einmal 127 Millionen Euro.

Unmittelbar nach der Übernahme ordnete Teyssen einen harten Sanierungskurs an. Zusammen mit einem Partner wurde eine neue IT aufgesetzt, auf die die Kunden von N-Power und später auch die von Eon in Großbritannien migriert werden. Bei N-Power werden massiv Stellen abgebaut und Kosten gesenkt. Im laufenden Jahr soll das Geschäft in UK schon zur Profitabilität zurückkehren, wie Teyssen versprach - und die Zahlen für das erste Quartal bestätigten.

Cashflow: Dank der Übernahme kräftig gestiegen Der operative Cashflow lag vor Zinsen und Steuern mit 5,9 Milliarden Euro deutlich über dem Vorjahreswert von 4,4 Milliarden Euro. Dabei kletterte der Cashflow allein in der Sparte **Energienetze** um 1,9 Milliarden Euro - unter anderem durch die erstmalige Einbeziehung der Innogy-Aktivitäten.

Der operative Cashflow im zweiten Kerngeschäft, den Kundenlösungen, lag dagegen um 400 Millionen Euro niedriger als im Vorjahr. Das lag vor allem an den Problemen in Großbritannien.

Zudem fielen 200 Millionen Euro weg, die im Vorjahr noch die verkauften erneuerbaren **Energien** beigesteuert hatten.

Finanzkraft: Goodwill übersteigt das Eigenkapital Mit Sorge schauen Aktionäre und Analysten seit der Übernahme von Innogy

auf die Finanzlage des Konzerns. Das Eigenkapital betrug 2020 nur noch neun Milliarden Euro - und damit 32 Prozent weniger als ein Jahr zuvor. Die Eigenkapitalquote sank um fünf Prozentpunkte auf neun Prozent. Den Rückgang erklärt Eon mit dem Squeeze-out der Innogy-Minderheitsaktionäre, der ausgeschütteten Dividende und einer Neubewertung von Pensionsverpflichtungen.

Besonders bedenklich: Dem Eigenkapital von neun Milliarden Euro stehen 17,8 Milliarden Euro aus verbuchten Firmenwerten gegenüber, die als Goodwill ausgewiesen werden. Der Goodwill ist also deutlich größer als das Eigenkapital. Bei einer kompletten Abwertung wäre Eon überschuldet - das ist freilich in Anbetracht der gut zu kalkulierenden Einnahmen aus dem Netzgeschäft nicht zu erwarten.

Die Nettoverschuldung kletterte um fünf Prozent auf 40,7 Milliarden Euro. Das entspricht einem Verschuldungsfaktor, der das Verhältnis zum Ebitda misst, von 5,9. Er lag damit deutlich über der angestrebten Zielgröße von 5,0.

Eon begab unter anderem Anleihen im Volumen von fünf Milliarden Euro, um den Squeeze-out bei Innogy zu finanzieren. Gleichzeitig erhöhten sich die Pensionsverpflichtungen, weil Eon den Rechnungszins verringern musste.

Eon macht bei der Verschuldung aber Fortschritte: Im vierten Quartal verringerte sich die Nettoverschuldung schon um 1,4 Milliarden Euro. Nach den Worten von Finanzvorstand Marc Spieker hat die Nettoverschuldung Mitte 2020 den Höhepunkt erreicht und wird ab diesem Zeitpunkt kontinuierlich sinken. Eon verspricht, zeitnah einen niedrigeren Verschuldungsfaktor vom 4,8- bis 5,2-Fachen des Ebitdas zu erreichen.

Dividende und Aktie: Hat RWE den besseren Deal gemacht?

Mit Blick auf den Aktienkurs scheint RWE den besseren Deal gemacht zu haben. Während die Aktien von RWE nach Bekanntgabe des Deals 2018 regelrecht beflügelt wurden, dümpelten die Titel von Eon lange auf demselben Niveau herum. Dabei versprach Teyssen den Anlegern Synergien von 780 Millionen Euro, die 2024 vollständig realisiert sein sollen. Bis Ende 2020 waren es 130 Millionen Euro.

Aber im Gegensatz zu RWE brachte die Übernahme Eon auch einige Probleme ein: die Schwierigkeiten in Großbritannien beispielsweise oder die enorme Verschuldung. Den Aktionären seien aber auch die Perspektiven des neuen Unternehmens noch nicht ausreichend erklärt worden, räumte Teyssen ein. Das müsse Birnbaum jetzt schnell machen.

Immerhin: Seit März legte die Aktie rund 18 Prozent zu - vielleicht sind das Vorschusslorbeeren für Birnbaum.

Bei der Dividende schlägt das Management der Hauptversammlung eine Anhebung um einen Cent auf 47 Cent vor. Bis 2023 soll sie jährlich um bis zu fünf Prozent zulegen.

Prognose: Birnbaum verspricht kontinuierliches Wachstum Der Start ins neue Jahr ist geglückt, wie die Zahlen für das erste Quartal zeigen. Das Ebit stieg um 14 Prozent auf 1,7 Milliarden Euro und der bereinigte Überschuss um 19 Prozent auf rund 800 Millionen Euro.

Die Prognose behielt Eon aber aufrecht. Der Konzern erwartet das Ebit im laufenden Jahr in einer Spannbreite von 3,8 bis 4,0 Milliarden Euro - also etwas besser als im Vorjahr. Den bereinigten Nettogewinn prognostiziert Eon in einer Höhe von 1,7 bis 1,9 Milliarden Euro und damit leicht bis deutlich höher. Darin ist ein positiver Effekt noch nicht enthalten: ein mittlerer dreistelliger Millionenbetrag, den Eon bekommt, weil der Konzern sich jüngst mit der Bundesregierung über Entschädigungsforderungen für den Atomausstieg geeinigt hat. Beim Zeitplan sieht Eon aber noch zu viele Unwägbarkeiten.

Eon gibt aber auch schon einen weitergehenden Ausblick. Zwischen 2021 und 2023 soll das Ebit im Durchschnitt pro Jahr um acht bis zehn Prozent wachsen. Dabei sollen alle Kernsegmente zulegen - unter anderem wegen der angestrebten Synergien.

Das Wachstum will Eon mit kräftigen Investitionen befeuern. Mittelfristig will Eon 14 Milliarden Euro investieren - 75 Prozent davon in die **Energienetze**.

Der neue Eon-Chef Leonhard Birnbaum muss Eon schließlich neue Wachstumschancen erschließen - und das weiß er auch. "Mit der Rolle des CEO betraut zu werden ist nicht nur eine Ehre, sondern auch eine Verpflichtung", sagte Birnbaum auf der Bilanzpressekonferenz kurz vor seinem Antritt: "Wir wollen zeigen, dass wir nicht nur ein sicheres Investment sind, sondern dass wir ein beträchtliches werthaltiges Wachstum erreichen können."

Genau das erwarten die Aktionäre.

Kasten: ZITATE FAKTEN MEINUNGEN

40,7 Milliarden Euro betrug die Nettoverschuldung von Eon im vergangenen Jahr - ein Plus von fünf Prozent gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Unternehmensangaben

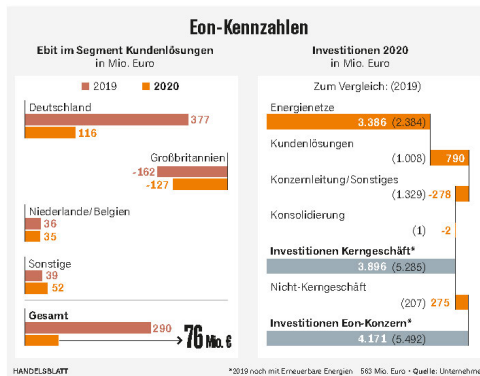
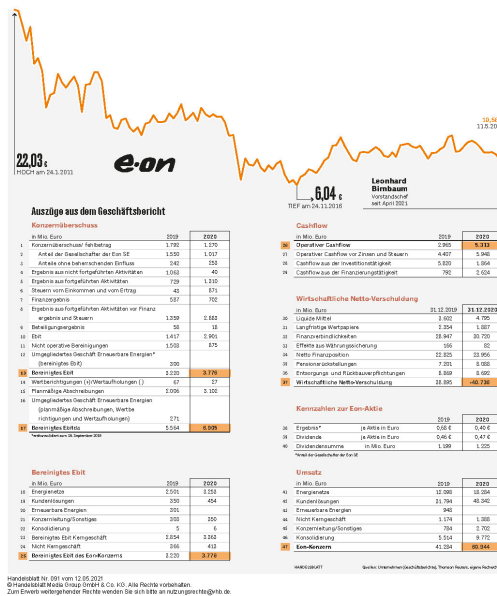
Nächste Bilanzchecks

"Dax-Konzerne, ungeschminkt" nimmt die Aktionärstreffen deutscher Dax-Konzerne zum Anlass, deren Jahresabschlüsse kritisch zu durchleuchten. So auch den der Eon SE, deren Hauptversammlung am 19. Mai stattfindet.

Bereits erschienen sind unter anderem Analysen zu Siemens, Daimler, Deutscher

Telekom, Henkel und Adidas.
Als weitere Bilanzchecks folgen die Geschäftsberichte der Dax-Konzerne Deutsche Börse, FMC und Fresenius.

Flaeger, Jürgen



Quelle: Handelsblatt print: Nr. 091 vom 12.05.2021 Seite 020

Ressort: Unternehmen

Serie: Dax-Konzerne ungeschminkt (Handelsblatt-Serie)

Branche: ENE-16 Strom B
ENE-16-03 Stromversorgung P4910

Börsensegment: dax30
ICB7575
stoxx
mdax

Dokumentnummer: 62B3D287-32C8-43F4-9E13-890B6F086ABB

Dauerhafte Adresse des Dokuments:

https://www.wiso-net.de/document/HB_62B3D287-32C8-43F4-9E13-890B6F086ABB%7CHBPM_62B3D287-32C8-43F4-9E13-8

Alle Rechte vorbehalten: (c) Handelsblatt GmbH