



Stern Stewart & Co.
Management Consultants

Stern Stewart Research // Volume 19

EVUs mit neuer Kraft

Wertsteigerung in der Energiewirtschaft
durch konsequentes Portfoliomanagement

Stern Stewart & Co. Management Consultants

Stern Stewart & Co. unterstützt als strategischer Partner Unternehmen bei ihrer konsequenten Ausrichtung auf Wertsteigerung. Vor rund 20 Jahren von Joel M. Stern und G. Bennett Stewart III in New York gegründet, hat sich Stern Stewart & Co. zur führenden internationalen Unternehmensberatung für Wertmanagement entwickelt. Ziel von Stern Stewart & Co. ist es, nachhaltig Wert für Unternehmen zu schaffen und zu sichern. Ansatzpunkte der entwickelten Konzepte sind sowohl Strategie als auch Organisation und Unternehmenssteuerung. Die von Stern Stewart & Co. entwickelte Wertkennzahl EVA® hat sich dabei als globaler Standard etabliert. Unser integrierter Beratungsansatz sorgt dafür, dass alle Maßnahmen zur Wertsteigerung aufeinander abgestimmt werden und konsistent ineinander greifen. Weitere Informationen finden Sie unter www.sternstewart.de.

Über die Autoren

Ronald Fiedler ist als Manager und Jonathan Labin als Consultant für das Münchner Büro von Stern Stewart & Co. tätig. Die Autoren haben zahlreiche Unternehmen bei der strategischen Ausrichtung und der Umsetzung operativer Wertsteigerungsprogramme unterstützt.

Kontakt

Ronald Fiedler
Jonathan Labin

rfiedler@sternstewart.de
jlabin@sternstewart.de

Stern Stewart & Co. ist um die Zuverlässigkeit und Aktualität der angebotenen Informationen bemüht. Eine Haftung für die Richtigkeit und Aktualität dieser Studie kann jedoch trotz sorgfältiger Prüfung nicht übernommen werden.

EVA® is a registered trademark of Stern Stewart & Co., N.Y.

Executive Summary

Liberalisierung, veränderte umweltpolitische Rahmenbedingungen und innovative Formen der Energiegewinnung stellen die europäischen Energieversorger vor völlig neue Herausforderungen. Die Energieunternehmen haben versucht, diesen Herausforderungen mit einer Wachstumsstrategie zu begegnen, und haben in den letzten fünf Jahren Erweiterungsinvestitionen in Höhe von rund 250 Mrd. € durchgeführt – jedoch ohne Erfolg. Das Resultat ist vielmehr ein zu breit aufgestelltes Geschäftsportfolio und eine Wertvernichtung von über -15 Mrd. € allein im Jahr 2003.

In einer solchen Situation hat es sich bewährt, nicht starr am Portfolio festzuhalten. Stattdessen müssen die Energieunternehmen dieses kritisch hinterfragen, Mut zur Desinvestition demonstrieren und stärkere Prioritäten für das weitere Wachstum setzen.

Für die international stark diversifizierte Energieversorger bedeutet dies vor allem, das ausländische Engagement auf den Prüfstand zu stellen. Aber auch die regional agierenden Energieversorger sollten ihre Tätigkeit in vielen neu erschlossenen Geschäftsfeldern – wie dem Energiehandel – überdenken. Gleichzeitig müssen alle Akteure jedoch Kernbereiche identifizieren und ausbauen, in denen es sich tatsächlich lohnt zu investieren.

Der Schlüssel zum Erfolg wird für die kommenden Jahre somit darin liegen, sich auf ein kleineres Portfolio zu konzentrieren und die Anstrengungen in den Kernbereichen noch zu verstärken. Nur so kann sichergestellt werden, dass die Kapital- und Humanressourcen zur Verfügung stehen, die notwendig sind, um nachhaltig auf den Pfad der Wertschaffung zurückzufinden.

Neue Herausforderungen in der Energiewirtschaft

Kaum eine Branche unterzieht sich seit einigen Jahren einem so großen Wandlungsprozess wie die europäische Energiewirtschaft. Die zunehmende Liberalisierung konfrontiert die Akteure auf den Energiemärkten mit einem deutlich höheren Wettbewerbsdruck. Gleichzeitig stellen technologische Innovationen und ein schneller Wandel der regulatorischen Vorgaben neue Anforderungen an die Versorger. Die Energieunternehmen müssen in diesem Umfeld stetig ihre Effizienz, ihren Kundenservice und ihre technologische Kompetenz verbessern, um langfristig erfolgreich wirtschaften zu können.

Wandel schafft naturgemäß nicht nur Risiken, sondern auch Chancen. Die Mehrzahl der europäischen Versorger hat in der Vergangenheit versucht, die eigene Wettbewerbsposition im Energiesektor durch eine aggressive Expansionsstrategie zu stärken. Drei zentrale Expansionsstrategien waren dabei zu beobachten:

- >> Die Erschließung neuer geographischer Märkte
- >> Die Ausweitung des Geschäfts in vor- und nachgelagerte Wertschöpfungsstufen
- >> Die Expansion in angrenzende Versorgungsbereiche (Multi Utility)

Das Ergebnis der Expansionsstrategien ist heute ein breit gefächertes Energie-Geschäftportfolio, ein drastischer Anstieg des investierten Kapitals und vor allem eine dramatische Zunahme der Wertvernichtung¹. Allein von 1999 bis 2003 führten die im Rahmen dieser Studie analysierten Unternehmen² Erweiterungsinvestitionen in Höhe von 251 Mrd. € durch und verdoppelten damit beinahe ihr Geschäftsvermögen. Im gleichen Zeitraum entwickelte sich aus einer Wertgenerierung von knapp einer Mrd. € eine Wertvernichtung in Höhe von -15 Mrd. €.

Wachstum muss jedoch nicht zwangsläufig mit Wertvernichtung einhergehen. Die Branchenakteure, die das Wachstum auf Kernbereiche konzentrierten und nur moderat wuchsen, konnten ihr Wertniveau größtenteils halten oder sogar steigern. Der wesentliche Teil der Wertvernichtung wurde von den Playern verursacht, die besonders stark und undifferenziert gewachsen sind.

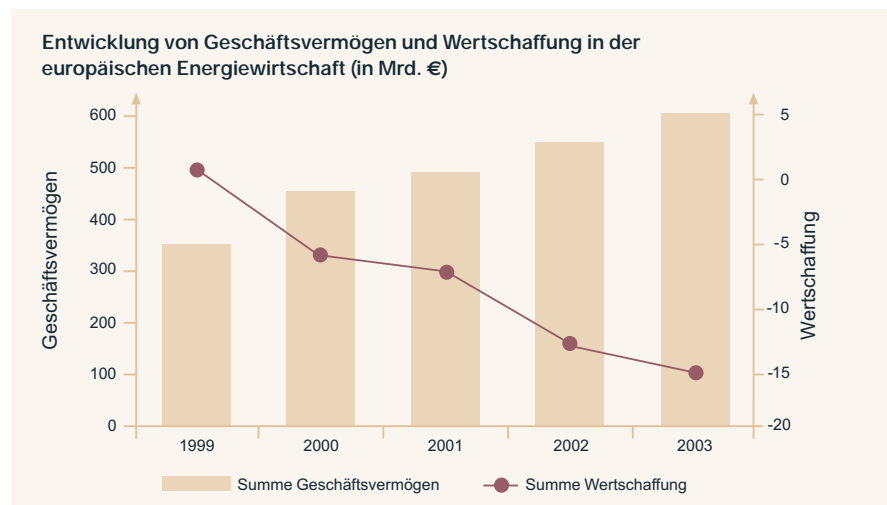
Der Wandlungsprozess in der Energiewirtschaft birgt erhebliche Chancen und Risiken

Das Gros der Energieunternehmen hat mit einer energischen Expansionsstrategie auf die neuen Herausforderungen reagiert ...

... und dadurch die Wertvernichtung in der Branche verstärkt

¹ Stern Stewart & Co. definiert Wertschaffung bzw. Wertvernichtung anhand der Kennzahl EVA® (Economic Value Added).
EVA® = Geschäftsergebnis – (Geschäftsvermögen X Kapitalkostensatz).

² Untersucht wurden rund 30 europäische Energieversorger. Die Auswahl der Unternehmen erfolgte in enger Anlehnung an den DOW JONES STOXX Utilities Index sowie den MSCI Europe Utilities Index.



Das Problem des überhasteten Wachstums wurde erkannt, aber meist falsch beantwortet

Viele Unternehmen der Energiewirtschaft haben die negativen Konsequenzen des überhasteten Wachstums bereits zu spüren bekommen. Daher legen sie nun den Schwerpunkt darauf, die ungenügende Rendite neuer Geschäftseinheiten zu verbessern. Dabei wird jedoch häufig außer Acht gelassen, dass diese Einheiten nicht das Potenzial aufweisen, langfristig ihre Kapitalkosten zu erwirtschaften. Mit jedem Euro, der in Bereiche ohne Wertpotenzial investiert wird, entsteht jedoch doppelter Schaden. Die unprofitablen Geschäftseinheiten erhalten Dank kleiner Performanceverbesserungen zu Unrecht ihre Daseinsberechtigung. Gleichzeitig fließen den Einheiten mit hohem Wertpotenzial nicht genügend Ressourcen zu, um profitabel zu wachsen.

Das Geschäftsportfolio muss stärker hinterfragt werden, um die Wertvernichtung zu stoppen

Die dargestellte Entwicklung im europäischen Energiemarkt veranschaulicht, dass ein deutlich effizienterer Umgang mit dem eingesetzten Kapital erforderlich ist. Die Akteure der europäischen Energiemärkte müssen sich noch kritischer fragen, welche Geschäftseinheiten zu ihrem strategischen Portfolio gehören sollten, bevor Bereiche ausgebaut werden. Ferner sind klare Vorgaben bezüglich der strategischen Stoßrichtungen für die einzelnen Geschäftseinheiten zu definieren. Dies bedeutet, dass entschieden werden muss, ob eine Wachstums- oder Konsolidierungsstrategie für die einzelnen Geschäftsbereiche zu bevorzugen ist.

Durch dieses Vorgehen wird gewährleistet, dass genügend Kapital- und Humanressourcen vorhanden sind, um die Wachstumsbereiche zu fördern. Gleichzeitig wird die Handlungssicherheit hergestellt, die operative Einheiten benötigen, um strategiekonforme Maßnahmen umzusetzen.

Um Handlungssicherheit und die nötigen Ressourcen sicherzustellen, sind klare strategische Vorgaben erforderlich

Die Bedeutung eines konsequenten Portfoliomanagements lässt sich sowohl am Beispiel von international agierenden als auch von regional fokussierten Energieversorgern veranschaulichen.

International agierende Energieversorger

Fast alle Energieunternehmen, die zu Beginn der Liberalisierung zu den nationalen Schwergewichten gehörten, haben heute aufgrund zahlreicher Auslandsakquisitionen ein geographisch stark diversifiziertes Portfolio. Eine kritische Würdigung des Geschäftsportfolios dieser Unternehmen macht deutlich, dass deren Wertschaffung durch ein konsequenteres Portfoliomanagement deutlich erhöht werden könnte.

Hohes Wertsteigerungspotenzial besteht bei international aufgestellten Energieversorgern



Die Stammmärkte bieten ungenutzte Wachstumsoptionen

1. Kerngeschäft im inländischen Stammmarkt: Häufig liegen trotz regulatorischer Grenzen gerade in den Stammmärkten profitable Wachstumsoptionen, die ungenutzt bleiben. Die Realisierungskompetenz ist aufgrund von hohem Marktanteil und möglichen Synergien meist sehr hoch. Ist der Markt außerdem attraktiv - weil wie z.B. in Deutschland eine hohe Kundenloyalität und steigende Strompreise vorherrschen - sollte investiert werden. E.ON beispielsweise hat mit der Übernahme von Ruhrgas im richtigen Geschäftsfeld investiert, da es sich beim deutschen Erdgasmarkt grundsätzlich um einen attraktiven Markt handelt, in dem viele der klassischen Wettbewerbsvorteile des Unternehmens genutzt werden können.

Auch wenn negative Wertbeiträge erwirtschaftet werden, ist der Verkauf nicht immer die beste Alternative

2. Unattraktive Dienstleistungsbereiche im inländischen Stammmarkt: Natürlich muss auch in Stammmärkten mit hoher Realisierungskompetenz genau kalkuliert werden. Ein Beispiel hierfür ist das Entsorgungsgeschäft der RWE. Ungeachtet einer hohen Realisierungskompetenz werden in diesem Bereich aufgrund des schwierigen Marktumfeldes negative Wertbeiträge erwirtschaftet. Gleichzeitig wird kaum ein Investor bereit sein, einen attraktiven Preis für die Geschäftseinheit zu zahlen. In einer solchen Situation sind vor allem klare Vorgaben notwendig. Ein Verkauf der Einheit ist nur dann ratsam, wenn der potentielle Käufer bereit ist, mehr als den Wert der Cash Flows aus dem weiteren Betrieb zu zahlen. Ist dies nicht der Fall, sollten Maßnahmen zur Effizienzsteigerung durchgeführt und Kosten gespart werden, um möglichst hohe Erträge abzuschöpfen.

Mit Hilfe einer detaillierten Analyse der wesentlichen, operativen Prozesse lassen sich für alle Geschäftsbereiche eines Energieunternehmens konkrete Maßnahmen zur Effizienzsteigerung ableiten. Beispielsweise die Optimierung der Instandhaltungspolitik bietet das Potenzial, erhebliche Kosten zu sparen und dabei gleichzeitig die Stromerlöse zu erhöhen.

**Maßnahmen zur Effizienzsteigerung:
Beispiel Optimierung der Instandhaltungspolitik**

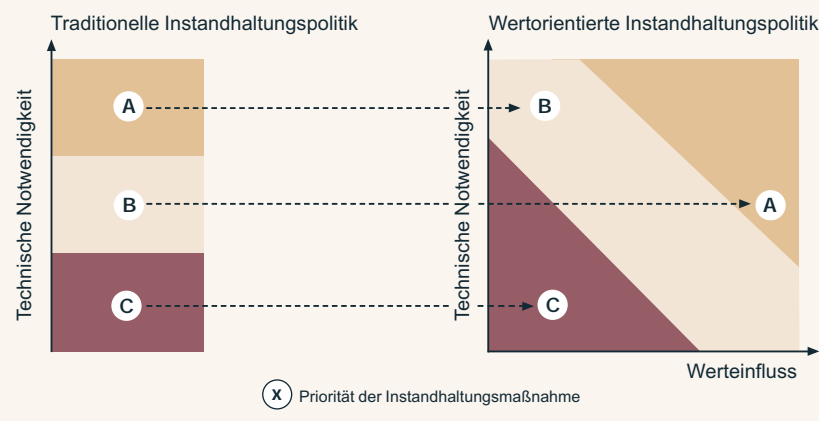
Üblicherweise ist die Instandhaltungspolitik durch eine rein technische Fokussierung gekennzeichnet. Dies führt dazu, dass Instandhaltungsmaßnahmen durchgeführt werden, die aus Wertgesichtspunkten entbehrlich sind. Gleichzeitig werden Anlagen, bei denen ein Ausfall zu sehr hohen Folgekosten führt, zu lange vernachlässigt.

Wie kann die Instandhaltung nun optimiert werden, ohne die Substanzerhaltung zu gefährden?

Anstelle einer rein technischen Sichtweise sollte ein Vorgehen treten, das sowohl die

technische Notwendigkeit als auch den Werteeinfluss einer Maßnahme berücksichtigt. Dadurch werden das Risiko eines Substanzverlustes wichtiger Anlagen verdeutlicht, Ausfälle vermieden und letztlich die Stromerlöse erhöht. Gleichzeitig ist es möglich Kosten zu sparen, indem Anlagen mit geringem Werteeinfluss seltener überholt werden.

Letzteres würde für einen Energieversorger mit einem Anlagevermögen von 5 Mrd. € schon bei einer Verringerung des Instandhaltungsaufwands um nur 10% zu Einsparungen von 10 Mio. € führen.



Die Instandhaltungspolitik birgt erhebliche Wertpotenziale

3. Engagement in reifen Auslandsmärkten: In den neu erschlossenen Auslandsmärkten haben Energieversorger in der Regel eine deutlich geringere Realisierungskompetenz als die Wettbewerber. Auch wenn teilweise große Player in ausländischen Märkten gekauft wurden, sind das Synergiepotenzial und das Markt-Know-how meist deutlich geringer ausgeprägt als im Heimatmarkt. Handelt es sich außerdem um einen weniger attraktiven Gesamtmarkt, ist vom Management der Mut gefordert, sich aus dem Geschäftsfeld zurückzuziehen. Dabei dürfen auch kürzlich aufgebaute Geschäftsfelder keine Tabuthemen darstellen. Ein gutes Beispiel hierfür war der strategisch sinnvolle Rückzug der RWE aus dem US-amerikanischen Steinkohle- und Gasgeschäft, da die US-Strompreisprognosen niedrig ausfielen und die Konkurrenz – unter anderem auf Grund einer stärkeren Ressourcenkonzentration in den USA – besser aufgestellt war. Die Rück-

Der Rückzug aus kürzlich erschlossenen Auslandsmärkten als zentraler Schlüssel zum Erfolg

zugsoption muss für diese Geschäftseinheiten noch konsequenter von den großen Energieversorgern verfolgt werden. Investitionsintensive Turnaroundmaßnahmen in Geschäftsfeldern ohne Potenzial verstärken die Wertvernichtung nur noch.

Die Expansion in Auslandsmärkte erfordert einen zielstrebigem Kompetenzaufbau

4. Ausgewählte osteuropäische Wachstumsmärkte: In attraktiven Auslandsmärkten muss die grundsätzliche Entscheidung getroffen werden, ob die nötige Kompetenz zu einem vertretbaren Preis aufgebaut werden kann. Ein Beispiel hierfür sind osteuropäische Länder außerhalb der EU wie Kroatien oder Rumänien, die zwar ein hohes Wachstumspotenzial, aber auch erhebliche Investitionshindernisse für ausländische Energieversorger aufweisen. Entscheidend dabei ist es, keine halbherzigen Schritte zu tun. Entweder werden die nötigen Kontakte, Marktkenntnisse und Geschäftsstrukturen energisch aufgebaut und damit eine signifikante Marktposition erreicht, oder aber es sollten erst gar keine Ressourcen aufgewendet werden. Die Erfahrung zeigt, dass auch Wachstumsmärkte kein Garant für langfristige Wertbeiträge sind, wenn man den Wettbewerbern unterlegen ist.

Regionale Energieversorger

Bei den regionalen Energieversorgern waren in den letzten Jahren zwei grundsätzliche Strategien zu beobachten. Einige haben bewusst ihren regionalen Fokus beibehalten, andere wiederum haben den Versuch unternommen, national oder sogar international zu expandieren.



1. Regionales Kerngeschäft oder Contracting: Am erfolgreichsten waren die Unternehmen, die sich auf ihre regionale Stärke fokussiert haben. Die GEW Rhein-Energie AG beispielsweise hat sich gegen den allgemeinen Trend der breiten und schnellen Expansion gewehrt. Stattdessen hat sich das Unternehmen vor allem auf die rheinische Region konzentriert, da das hohe Kunden-Know-how und der gute Kontakt zu Vertretern aus allen Gesellschaftsbereichen erhebliche Kompetenzvorteile darstellen. Diese konnten beispielsweise bei Beteiligungen an Unternehmen der Wasser- und Gasversorgung genutzt werden, so dass die fokussierte Wachstumsstrategie zu einer zusätzlichen Wertsteigerung geführt hat. In Anlehnung an diese Vorgehensweise sollten die Versorger versuchen, verstärkt regionale Wettbewerbsvorteile auf neue Geschäftsfelder zu übertragen. Für viele der Unternehmen bietet es sich beispielsweise an, hochmarginige Contracting-Lösungen für Städte, Gemeinden und Betriebe aus der Region anzubieten.

Die Konzentration auf regionale Stärken ist der zentrale Erfolgsfaktor für kommunale Versorger

2. Unattraktive regionale Versorgungsbereiche: Regionale Fokussierung darf jedoch nicht zwangsläufig als Freibrief für Investitionen aufgefasst werden. Vor allem bei Randaktivitäten - wie z.B. der Beteiligung an Verkehrsbetrieben - muss trotz regionaler Anknüpfungspunkte darauf geachtet werden, dass die Wertattraktivität des Geschäftsfeldes ausreicht, um profitabel zu wirtschaften. Trifft dies nicht zu, sollte ein eventueller Versorgungsauftrag zwar ordnungsgemäß erfüllt, aber dabei kein Euro zu viel investiert werden.

Regionale Fokussierung ist kein Freibrief für Investitionen

3. Spekulation an Energiemärkten: Der Aufbau von Geschäftsfeldern, in denen die regionalen Energieversorger keine Kernkompetenzen aufweisen, hat für viele Unternehmen zu einer erheblichen Wertvernichtung geführt. Ein gutes Beispiel hierfür ist der Versuch vieler regionaler Energieversorger, durch geschicktes Kaufen und Verkaufen am Energiemarkt Zusatzerträge zu erwirtschaften. Der Energiehandel ist aufgrund niedriger Margen und schwer einzuschätzender Risiken nur bedingt attraktiv. Hinzu kommt, dass der Energiehandel sich stark vom klassischen Energiegeschäft unterscheidet und eher dem Geschäft eines Finanzdienstleisters ähnelt. Die meisten Energieunternehmen besitzen weder das nötige Know-how noch haben sie die erforderlichen Risikomanagementsysteme implementiert, um in diesem Geschäftsfeld erfolgreich zu wirtschaften. Die Handelsabteilungen der regionalen Energieversorger sollten daher nicht an den Energiemärkten spekulieren, sondern lediglich die Erzeugungs- und Absatzrisiken des Mutterkonzerns minimieren.

Die Risiken im Energiehandel werden deutlich unterschätzt

Breite nationale oder internationale Expansion ist meistens nicht erfolgversprechend

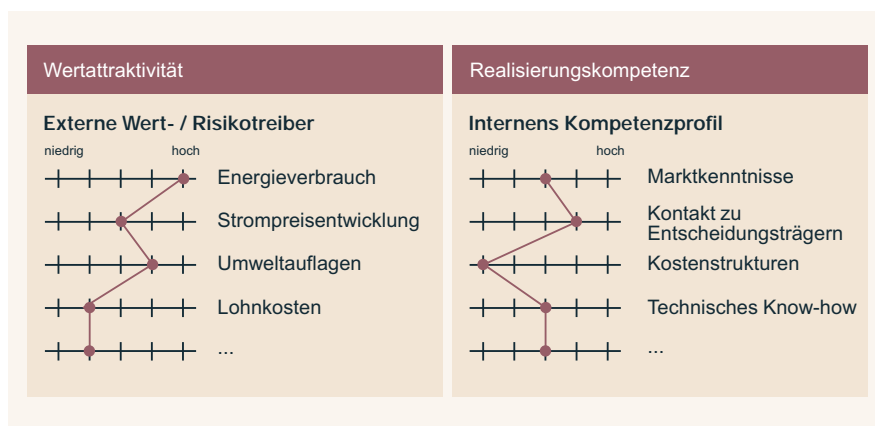
4. Nationale / internationale Märkte mit Potenzial: Viele regionale Energieversorger sind auch mit dem Versuch gescheitert, neue, nationale Regionen oder sogar internationale Wachstumsmärkte zu erschließen. Die zentralen Wettbewerbsvorteile der regionalen Versorger – insbesondere die guten lokalen Kenntnisse und das starke regionale Netzwerk – sind in den neuen geographischen Regionen nicht ausreichend ausgeprägt. Gleichzeitig führt sehr schnelles Wachstum meist zu Koordinations- und Ressourcenproblemen innerhalb eines Unternehmens. Auch hier gilt es daher, vergangene Wachstumfelder auf den Prüfstand zu stellen und nur dort zu wachsen, wo die externen Marktbedingungen so attraktiv sind, dass sich der Aufbau neuer Kompetenzen lohnt.

Umsetzung eines wertorientierten Portfoliomanagements

1. Schritt: Bestimmung des Zielfortfolios anhand von Wertattraktivität und Realisierungskompetenz

Durch konsequentes Portfoliomanagement können die europäischen Energieunternehmen wieder auf den Weg der Wertschaffung zurückgeführt werden. Hierfür ist es nötig, zwei Schlüsselfaktoren zu bewerten: Die generelle Attraktivität all jener Geschäftsfelder, in denen das Unternehmen agiert, und die eigene Kompetenz, sich in diesen Geschäftsfeldern gegen den Wettbewerb durchzusetzen. Entscheidend ist es, dabei nicht nur den Status quo zu beurteilen, sondern zukünftige Entwicklungen in die Bewertung mit einzubeziehen.

Zu diesem Zweck ist es von besonderer Bedeutung, die Fachkenntnisse der wesentlichen Know-How-Träger im Unternehmen in einem stringenten Prozess zu sammeln und zu verarbeiten. Nur so können eine sinnvolle Schwerpunktsetzung in der Analyse und ein aussagekräftiges Fazit zu den Schlüsselfaktoren sichergestellt werden.



Auf Basis der Bewertung der Wertattraktivität und Realisierungskompetenz kann dann eine fundierte Entscheidung darüber getroffen werden, ob eine Geschäftseinheit zum Ziel-Portfolio gehören oder besser aufgegeben werden sollte. Gleichzeitig lässt sich aus der Bewertung der Realisierungskompetenz ableiten, welche strategische Stoßrichtung – Wachstum oder Konsolidierung – zu bevorzugen ist, und wie diese umgesetzt werden sollte.

Ist beispielsweise eine hohe Kostenstruktur der Grund für eine geringe Realisierungskompetenz, sollte der Pfad der Konsolidierung eingeschlagen werden. Die Wettbewerber können in diesen Fällen den Kundenanforderungen offenbar mit deutlich geringerem Aufwand entsprechen. Folglich müssen in einer solchen Situation konkrete Maßnahmen abgeleitet werden, die die eigene Effizienz erhöhen. Diese Maßnahmen werden in einem Wertsteigerungsprogramm zusammengeführt und sichern so die Umsetzung der strategischen Stoßrichtung.

Konsequentes Portfoliomanagement eröffnet den Akteuren der Energiebranche ein erhebliches Potenzial. Das Mindestziel jedes erfolgreich geführten Unternehmens muss es sein, zumindest die Kosten für das investierte Kapital zu erwirtschaften. Für die europäische Energiebranche wäre allein das Erreichen dieses Mindestziels gleichbedeutend mit einer Steigerung der Rendite auf das investierte Kapital von über 2,5%.

2. Schritt: Bestimmung der strategischen Stoßrichtung zur Wertmaximierung

3. Schritt: Überführung der strategischen Stoßrichtung in ein konkretes Wertsteigerungsprogramm

Analysierte Unternehmen

Aare-Tessin AG für Elektrizität
Acea S.p.A.
AWG Plc
Centrica plc
E.ON AG
Electrabel S.A.
Electricidade de Portugal, S.A.
Enagás S.A.
EnBW Energie Baden-Württemberg AG
Endesa, S.A.
ENEL S.p.A.
EVN AG
Fortum Corporation
Gas Natural SDG, S.A.
GEW RheinEnergie AG
Iberdrola, S.A.
International Power plc
MVV Energie AG
National Grid Transco plc
Red Eléctrica de España, S.A.
RWE AG
Scottish and Southern Energy plc
Scottish Power plc
Severn Trent plc
Snam Rete Gas S.p.A.
STEAG AG
SUEZ Group
Unión Fenosa, S.A.
United Utilities plc
Vattenfall Europe AG
Veolia Environnement
Verbund
Viridian Group plc
sowie ausgewählte regionale Energieversorger

Stern Stewart & Co.
Management Consultants

Salvatorplatz 4
D-80333 München
T +49.89.242071.0
F +49.89.242071.11
E info@sternstewart.de
I www.sternstewart.de

Seefeldstrasse 69
CH-8008 Zürich
T +41.43.488.36.39
F +41.43.488.35.00
E info@sternstewart.ch
I www.sternstewart.ch

