

Publicatiedatum: 29 juni 2015

Sectorcommentaar

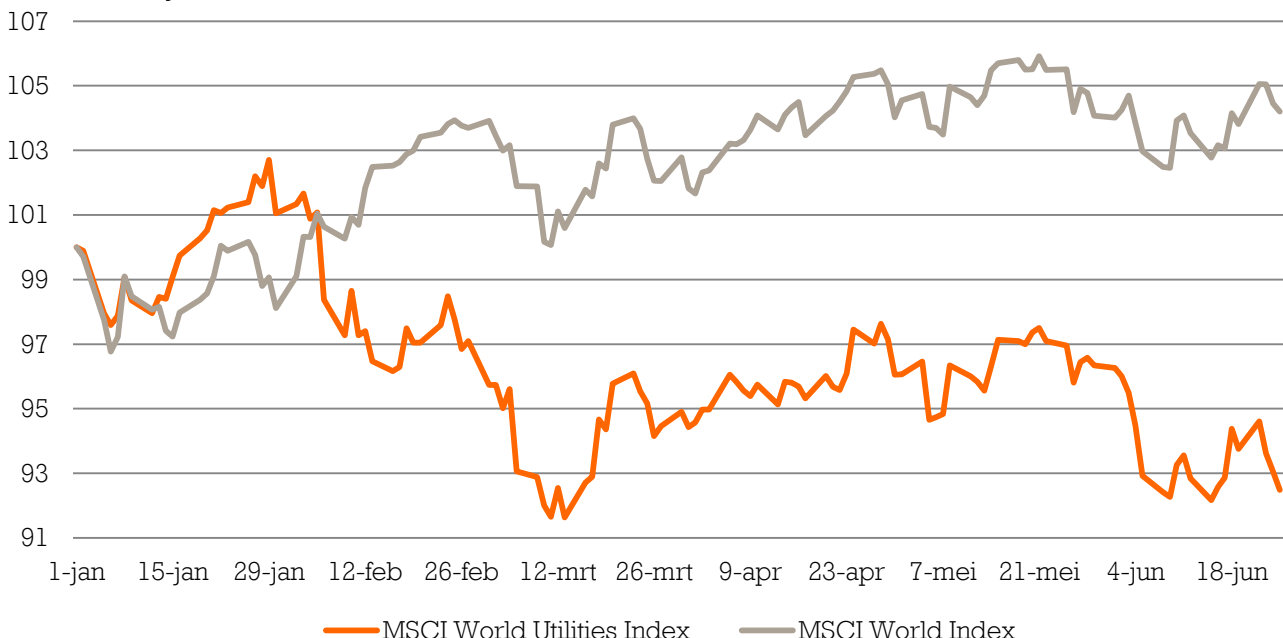
Nutsbedrijven

Door Marina Hagoort, beleggingsanalist van het ING Investment Office

In de eerste helft van 2015 heeft de sector nutsbedrijven het slechts gepresteerd van alle sectoren. Dit heeft gedeeltelijk te maken gehad met wereldwijde rentestijgingen. Maar de sector heeft ook te kampen met een structureel overschot aan elektriciteitsproductiecapaciteit. Om de elektriciteitsmarkten in balans te brengen, zou het aanbod aanzienlijk moeten afnemen. Wij zien nog niet genoeg tekenen dat dit de komende jaren zal gebeuren. Van nutsbedrijven die actief zijn in duurzame energie, energieopslag en opkomende markten verwachten wij dat ze een hogere winstgroei kunnen realiseren dan het sectorgemiddelde.

Ontwikkeling MSCI World Utilities Index en MSCI World Index

geïndexeerd, 1 januari 2015 is 100



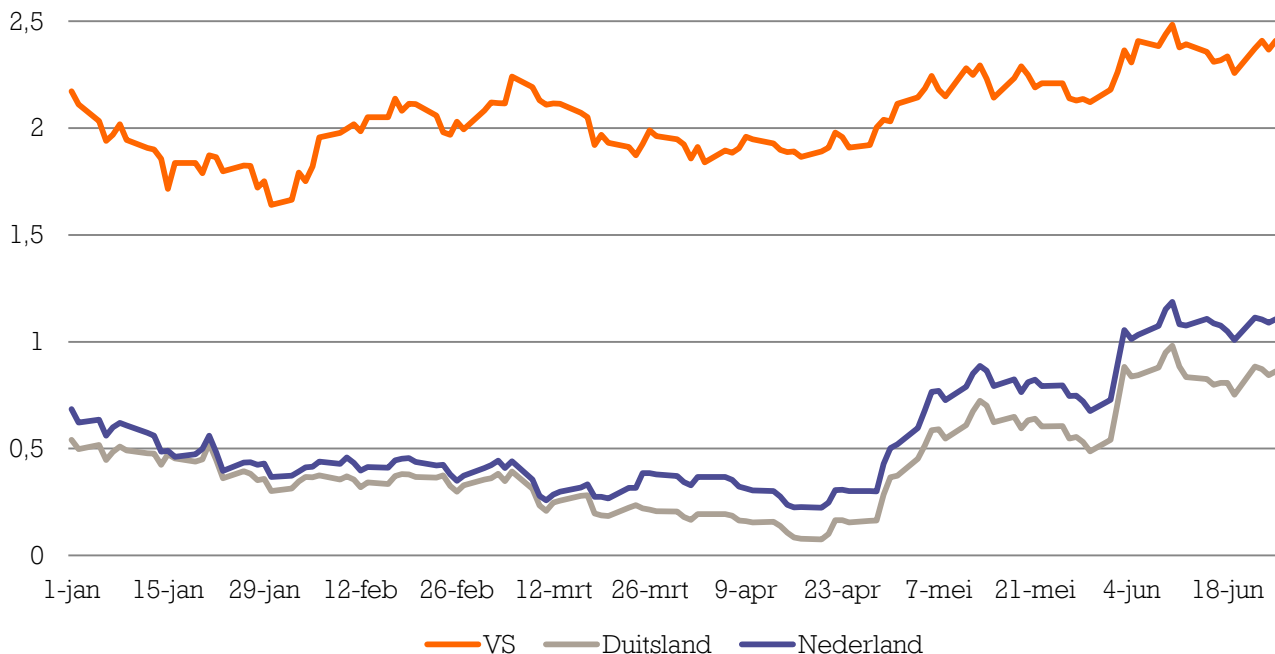
Bron: Bloomberg, juni 2015

Nutssector onderuit sinds de rentes op staatsobligaties zijn gaan stijgen

Sinds de start van 2015 zijn de rentes op staatsobligaties sterk opgelopen. De rente op een Amerikaanse staatsobligatie met een looptijd van 10 jaar is gestegen van 1,64% op 30 januari 2015 (zijn laagste stand sinds juli 2012) naar 2,47% per slot van de markt op 26 juni 2015. Op 30 januari 2015 zette de MSCI World Utilities Index een daling in. Sindsdien is

deze sectorindex 15% achtergebleven bij de MSCI World Index. Ook in Europa zijn de rentes opgelopen. Sinds zijn historische dieptepunt van 0,05% op 17 april 2015 is de Duitse 10-jaars staatsrente gestegen naar 0,92% per slot van de markt op 26 juni 2015.

Ontwikkeling rentes op 10-jaars staatsobligaties



Bron: Bloomberg, juni 2015

Dividendrendement nutsbedrijven minder aantrekkelijk bij hoge rentes

Nutsbedrijven keren een relatief hoog dividendrendement uit. Volgens Bloomberg verwachten analisten dat de bedrijven in de MSCI World Utilities Index in 2015 een dividend per aandeel zullen uitkeren wat gemiddeld 62% hoger zal liggen dan de bedrijven in de MSCI World Index. Als de rentes op staatsobligaties stijgen – en daarmee het verwachte rendement op deze beleggingscategorie – zullen investeerders mogelijk hun beleggingen in vastrentende waarden vergroten ten koste van nutsaandelen.

Hoog schuldniveau maakt nutsbedrijven nog gevoeliger voor renteontwikkelingen

Gemiddeld hebben nutsbedrijven een hoge schuld. Per 31 december 2014 hadden de bedrijven in de MSCI World Utilities Index een nettoschuld die gemiddeld 4 keer groter was dan hun operationele winst over 2014. Dat was 34% hoger dan deze verhouding voor de bedrijven in de MSCI World Index. Nutsbedrijven moeten relatief dus meer aflopende schuld herfinancieren. Als de marktrentes stijgen, nemen ook de couponrentes op nieuw af te sluiten leningen toe. Vanwege hun hogere financieringsbehoefte zijn nutsbedrijven relatief gevoeliger voor schommelingen in rentes dan bedrijven in andere sectoren.

Financieringskosten mogelijk toegenomen

Vanwege de gestegen rentes verwachten wij dat de financieringskosten van de nutssector in het tweede kwartaal van 2015 zijn toegenomen. Ook is het mogelijk dat bedrijven herfinancieringen hebben uitgesteld. Als de rentes de komende tijd niet dalen naar de niveaus van het eerste kwartaal van 2015, of nog verder stijgen, dan zullen deze bedrijven uiteindelijk moeten herfinancieren tegen hogere couponrentes of extra aandelen moeten uitgeven om aan kapitaal te komen.

TOEKOMST VAN DE SECTOR

Overcapaciteit beperkt winstgevendheid elektriciteitsproductie

Naast de macro-economische invloeden heeft de nutssector in veel regio's te kampen met een structureel overschot aan elektriciteitsproductiecapaciteit. De duurzame productiecapaciteit breidt zich wereldwijd uit. Omdat de vraag minder hard groeit dan het aanbod zijn veel elektriciteitsprijzen de afgelopen jaren sterk gedaald. Als gevolg hiervan is de winstgevendheid van elektriciteitsproductie afgenomen.

Ontwikkeling Duitse elektriciteitsprijs



Bron: Bloomberg, juni 2015

Afname productiecapaciteit zou markten in balans kunnen brengen

Duurzame energie wordt gesubsidieerd maar de productie van elektriciteit uit fossiele brandstoffen en kernenergie is in veel gevallen verliesgevend. Een logisch gevolg van deze situatie zou zijn dat de minst winstgevende productiecapaciteit zou sluiten. Als het elektriciteitsaanbod genoeg zou afnemen om in balans met de vraag te komen, zouden elektriciteitsprijzen kunnen stabiliseren of zelfs stijgen en zou de overgebleven productiecapaciteit winstgevender worden.

Om sluitingen van de meest vervuilende centrales mogelijk te maken, is overheidsbeleid nodig

De productiecosten van de meest vervuilende elektriciteitscentrales zijn vaak lager dan van duurzame opwekking. Om ervoor te zorgen dat niet alleen de minst winstgevende, maar vooral de meest vervuilende capaciteit wordt gesloten, zullen overheden deze sluitingen moeten faciliteren. Zo zal de Duitse regering op 1 juli 2015 beslissen of het nutsbedrijven, waaronder RWE, financieel gaat compenseren voor het sluiten van hun bruinkoolcentrales. Overigens zouden deze centrales niet worden afgebroken maar als reservecapaciteit worden aangehouden. Dat betekent dat zij alleen zouden produceren op momenten dat een tekort aan elektriciteit dreigt.

Elektriciteitsopslag zou duurzame energie betrouwbaarder maken

Een nadeel aan zonne- en windenergie is dat het met pieken en dalen wordt opgewekt. Een oplossing zou zijn om de elektriciteit die overblijft wanneer de zon schijnt of wanneer het waait, op te slaan zodat deze op andere momenten kan worden verbruikt. Nutsbedrijven, waaronder The AES Corporation (AES) en ENGIE, bieden opslagfaciliteiten aan op basis van batterijen. Wanneer opslag de elektriciteitsbeschikbaarheid betrouwbaar genoeg zou maken, zou een groot

deel van de conventionele productiecapaciteit (fossiele brandstoffen en kernenergie) permanent kunnen worden gesloten. Deze aanbodafname zou de elektriciteitsprijzen kunnen laten stijgen.

Timing van vervanging conventionele door duurzame capaciteit is onzeker

Op welke termijn de kosten van batterijopslag laag genoeg zijn om duurzame opwekking te kunnen laten concurreren met conventionele productie, is onzeker. Volgens Bloomberg New Energy Finance (BNEF) zal het deel van de wereldwijd geproduceerde elektriciteit dat wordt opgewekt uit fossiele brandstoffen afnemen, van tweederde nu, naar 44% in 2040. Zelfs de regering van Duitsland, wat met de Verenigde Naties heeft afgesproken dat het zijn CO₂-uitstoot in 2020 met 40% zal hebben teruggebracht ten opzichte van 1990, gaf deze week aan dat fossiele capaciteit nog lange tijd nodig zal zijn.

Ontwikkeling batterijopslag versnelt

De meeste nutsbedrijven streven ernaar om het aandeel van duurzame energieproductie binnen hun totale productiecapaciteit te laten groeien. E.ON is zelfs van plan om zijn activiteiten in conventionele energieproductie en energiehandel af te splitsen en zich helemaal te richten op duurzame energie en de bijkomende diensten. Door de groeiende vraag naar elektriciteitsopslag investeren steeds meer bedrijven in de ontwikkeling van batterijen. Het zou ons niet verbazen als de technologie zich hierdoor sneller ontwikkelt dan voorheen werd gedacht. Als meer partijen batterijen gaan leveren, neemt bovendien de kans toe dat zij ook op de prijs zullen concurreren.

Elektriciteitsvraag groeit alleen in opkomende landen

De reden dat de elektriciteitsvraag niet met het aanbod meegroeit, is dat steeds efficiënter wordt omgegaan met energie. BNEF verwacht dat de wereldwijde elektriciteitsconsumptie de komende 25 jaar slechts 1,8% zal toenemen. Deze groei komt uit opkomende landen; in rijke landen zal de vraag zelfs afnemen. Veel nutsbedrijven richten zich dan ook steeds meer op groei van hun activiteiten in opkomende markten. Onder anderen de van oorsprong Europese nutsbedrijven EDP, Enel Green Power, ENGIE, Fortum, Iberdrola, Suez Environnement en Veolia Environnement genereerden in 2014 meer dan 10% van hun omzet in opkomende landen. Van het van oorsprong Amerikaanse AES is zelfs de meerderheid van de activiteiten gevestigd in opkomende markten.

Aanbevolen nutsbedrijven weerspiegelen onze voorkeur voor duurzame energie en opkomende markten

Zolang de overcapaciteit op elektriciteitsmarkten voortduurt, voorzien wij inferieure winstgroei van conventionele activiteiten in ontwikkelde markten. Onze voorkeur voor opkomende markten en duurzame energie, in combinatie met marktwaarderingen die ruimte overlaten voor koersstijgingen, komt terug in de door ons aanbevolen nutsbedrijven. AES en ENGIE zijn actief in duurzame energie, batterijopslag én opkomende markten. AES en ENGIE hebben koerswinstverhoudingen voor de komende 12 maanden (K/W) van respectievelijk 10 en 14. Deze liggen lager dan de K/W van de MSCI World Utilities Index van 15. China Resources Power (CRP) is uiteraard actief in opkomend land China. Wél wekt het zijn elektriciteit voor een groot deel op uit steenkool. Mede vanwege het wereldwijde streven naar verlaging van CO₂-uitstoot zijn steenkoolprijzen de afgelopen jaren gedaald. CRP profiteert hierdoor van lage productiekosten. Ongeveer 10% van zijn productiecapaciteit bestaat uit windparken en waterkrachtcentrales. Daarnaast ontwikkelt het concern nieuwe windparken en bestudeert het mogelijkheden voor zonne-energie. CRP's K/W van 8 is de laagste van de nutsbedrijven op onze Masterlist Aandelen.

Meer weten?

Ga naar www.visiebeleggen.ing.nl

Bel 020 22 888 88 (lokaal tarief), volg ons op Twitter via [@INGnl_IO](https://twitter.com/INGnl_IO)

Of lees het [Maandbericht Beleggen](#)

Belangrijke informatie

De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. U kunt uw inleg (gedeeltelijk) verliezen. Er is geen rekening gehouden met de kosten van beleggen, zoals een service fee. Deze kosten moeten in mindering worden gebracht op het rendement.

Disclosure

Deze publicatie is opgesteld door Marina Hagoort, analist bij het ING Investment Office en is uitgebracht door ING Bank N.V. Haar beloning is niet afhankelijk van specifieke observaties of standpunten in deze publicatie. Evenmin houdt zij beleggingsposities aan in de genoemde financiële instrumenten.

Disclaimer

Deze publicatie is opgesteld door Marina Hagoort, analist bij het ING Investment Office, uitgebracht door ING Bank N.V. en is slechts bedoeld ter informatie. ING Bank N.V. is gevestigd in Amsterdam en is onderdeel van ING Groep N.V. Deze publicatie bevat een beleggingsaanbeveling maar geen beleggingsadvies noch een aanbieding of uitnodiging tot koop of verkoop van enig financieel instrument. ING Bank N.V. betreft haar informatie van betrouwbaar geachte bronnen en heeft alle mogelijk zorg betracht om er voor te zorgen dat ten tijde van de publicatie de informatie waarop zij haar visie in deze publicatie heeft gebaseerd niet onjuist of misleidend is. ING Bank N.V. geeft geen garantie dat de door haar gebruikte informatie accuraat of compleet is. De informatie in deze publicatie kan gewijzigd worden zonder enige vorm van aankondiging. Auteursrecht en rechten ter bescherming van gegevensbestanden zijn van toepassing op deze publicatie. Overneming van gegevens uit deze publicatie is toegestaan, mits de bron wordt vermeld. De waarde van uw belegging kan fluctueren. U kunt uw gehele inleg kwijtraken. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. ING Bank N.V. is statutair gevestigd te Amsterdam, handelsregister nr. 33031431 Amsterdam en staat onder toezicht van De Nederlandsche Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM).