

ENBW

15 april 2019

| | |
|------------------------|--------------|
| Koers | 31,40 |
| Aantal aandelen (m) | 276,60 |
| Marktkapitalisatie (m) | 8.685,4 |

| | |
|------------------------|---------|
| Eigen vermogen FY18 | 3.977,9 |
| Netto fin. schuld FY18 | 3.738,4 |

| | |
|---------|------|
| ROE '18 | 8,4% |
|---------|------|

| (in miljoen EUR) | FY14 | FY15 | FY16 | FY17 | FY18 | FY19E |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Bedrijfsopbrengsten | 21.003 | 21.167 | 19.368 | 21.974 | 20.618 | 21.100 |
| Groei in % | 2,2% | 0,8% | -8,5% | 13,5% | -6,2% | 2,3% |
| EBIT | 0 | 277 | -1.663 | 2.504 | 876 | 1.060 |
| EBIT% | 0,0% | 1,3% | -8,6% | 11,4% | 4,2% | 5,0% |
| EBITDA | 2.137 | 1.918 | 731 | 3.752 | 2.090 | 2.360 |
| EBITDA% | 10,2% | 9,1% | 3,8% | 17,1% | 10,1% | 11,2% |
| Aangepaste EBITDA | 2.167 | 2.110 | 1.939 | 2.113 | 2.158 | 2.360 |
| Netto resultaat | -466 | 158 | -1.797 | 2.054 | 334 | 550 |

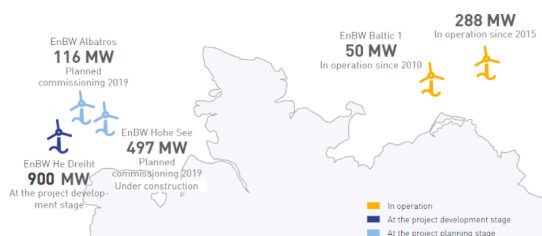
| | FY14 | FY15 | FY16 | FY17 | FY18 | FY19E |
|-------------------------|--------|-------|-------|------|-------|-------|
| Winst per aandeel | -1,72 | 0,58 | -6,64 | 7,43 | 1,21 | 1,99 |
| Bruto dividend | 0,69 | 0,55 | 0,00 | 0,50 | 0,65 | 0,75 |
| Koers/winstverhouding * | -14,47 | 36,57 | n.r. | 3,88 | 25,99 | 15,79 |
| Dividendrendement * | 2,8% | 2,6% | 0,0% | 1,7% | 2,1% | 2,4% |

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2018 en 2019E de huidige koers

Koersgrafiek



Overzicht offshore windmolenparken



Bedrijfsomschrijving

EnBW, of voluit Energie Baden-Württemberg, is de derde grootste nutsgroep in Duitsland na RWE en E.ON. De geschiedenis van de groep gaat meer dan 100 jaar terug, maar juridisch ontstond de huidige groep in 1997 door de fusie van Badenwerk AG en Energieversorgung Schwaben AG. De groep telt 20.000 werknemers en bedient 5,5 miljoen klanten met de distributie van elektriciteit, gas, water en energiegerelateerde diensten. In 2001 verwierf Electricité de France (EDF) 45% van EnBW, OEW dat 9 steden in de staat Baden-Württemberg omvat, hield eveneens 45% aan. In 2010 verkocht EDF haar belang aan de staat Baden-Württemberg aan een prijs van 41,50 euro per aandeel. EDF wenste haar schuldenlast hiermee te verlagen, andere bronnen stelden dat er onenigheid was tussen de aandeelhouders.

Buiten Duitsland bezit de groep 69,84% van het Tsjechische Prazska energetika (nr. 3 in het land), 66,67% van het Zwitserse Energiedienst Holding en 50% van het Turkse Borusan EnBW. Het buitenland is goed voor 14% van de groepsomzet.

De geïntegreerde groep segmenteert haar resultaten als volgt:

- Verkopen: distributie van elektriciteit, gas, water en uitbating van een warmtenetwerk in Baden-Württemberg onder het merk EnBW. In heel Duitsland distributie van gas en elektriciteit onder het merk Yello. De distributie van groene energie vindt plaats onder het merk NaturEnergiePlus.
- Netwerken: in Duitsland bezit de groep 151.000 km elektriciteitsnetwerken en 24.000 km gaspijpleidingen.
- alternatieve energie: zie verder
- productie/trading: zie verder onder thermische energie

BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De BVBA kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de zaakvoerder (zie www.demes-invest.be).

Alternatieve energie

Door de verplichte kernuitstap in Duitsland (*energiewende*) zet EnBW net zoals zijn sectorgenoten zwaar in op alternatieve energie. Eind 2018 bezat het een portefeuille van 3.738 MW productiecapaciteit. Het gros hiervan is hydro-elektriciteit (1.006 MW op rivieren en 1.507 MW via stuwmeren), windenergie (1.054 MW op land en op zee) en andere (171 MW) zoals zonne-energie.

Op het vlak van offshorewindenergie zal de portefeuille van 540 MW eind 2017 naar 1.849 MW tegen 2025 aangroeien. Vandaag bezit EnBW 2 windmolenparken in de Baltische Zee: Baltic 1 met 50 MW is operationeel sinds 2010, Baltic 2 heeft een productiecapaciteit van 288 MW en werd in 2015 in gebruik genomen. De windmolenparken in de Noordzee Albatros (116 MW) en Hohe See (497 MW) zouden in 2019 opgeleverd moeten worden. Tot slot is er nog het project He Dreihet met een capaciteit van 900 MW dat zich in een ontwikkelingsfase bevindt, maar tegen 2025 operationeel zou moeten zijn.

In 2018 stond de capaciteit in alternatieve energie voor 27,9% van het groepstotaal. Dat zal tegen 2020 ongeveer 40% zijn.

Thermische energie

Tegenover een capaciteit van 3.738 MW in alternatieve energie, bezit EnBW een productiecapaciteit van 9,673 MW (was 10.442 MW eind 2016) verdeeld over verschillende brandstoffen. Centrales met bruin- en steenkool zijn goed voor 4.366 MW. Gasgestookte centrales hebben een capaciteit van 1.468 MW, de 3 kernreactoren hebben een totale capaciteit van 2.933 MW (tot 2022). De resterende 894 MW omvat andere energiebronnen.

Deze vorm van energieproductie heeft de voorbije jaren sterk te lijden gehad onder de continue daling van de groothandelsprijzen voor elektriciteit. De kerncentrales van de groep bevinden zich in verschillende ontmantelingsfasen, tegen 2022 worden ze volledig stil gelegd.

1.617 MW conventionele centrales maken nu deel uit van de nationale reservecapaciteit.

Resultaten 2018

Nadat EnBW de verwachte financiële turnaround realiseerde in 2017, breidde ze in 2018 een vervolg aan die goede cijfers. Wel moet er abstractie gemaakt worden van de belangrijke meerwaarden die in 2017 gerealiseerd zijn geweest. Zo was er 1,318 miljard euro afkomstig van de terugbetaling van de kernenergietaf, alsook 272 miljoen euro gerealiseerde meerwaarde.

| (in miljoen euro) | FY17 | FY18 |
|-----------------------|--------|--------|
| Bedrijfsopbrengsten | 21.974 | 20.618 |
| Bedrijfswinst | 2.504 | 876 |
| EBITDA | 3.752 | 2.090 |
| Aangepaste EBITDA | 2.113 | 2.158 |
| Financieel resultaat | 195 | -380 |
| Resultaat, deel groep | 2.054 | 334 |

De omzet daalde 6,1% tot 20,618 miljard euro, maar is niet de beste graadmeter voor de operationele prestaties door het grote overwicht van gereguleerde activiteiten. Belangrijker is de evolutie van de aangepaste EBITDA (+2,1%), die abstractie maakt van niet-recurrente elementen. De bedrijfswinst en de EBITDA vallen zoals verwacht sterk terug na de meerwaarden van 2017. Het financiële resultaat in 2017 profiteerde ook van een belangrijke meerwaarde. In 2018 herhaalde deze zich niet met een zekere terugval van het resultaat tot gevolg, nog versterkt door diverse negatieve herwaarderingen. Onderliggend zijn we dat de zuivere financiële kosten op de financiële schulden uitkwamen op 273 miljoen euro, een lichte verbetering tegenover 2017. De aangepaste nettowinst kwam uit op 438 miljoen euro, waarvan er 176 miljoen euro uitgekeerd wordt (0,60 euro per aandeel). De nettowinst bedroeg 334 miljoen euro.

BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De BVBA kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veelevoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de zaakvoerder (zie www.demes-invest.be).



Demes

Advices for Growth by **Gert De Mesure**

De aangepaste EBITDA nam een magere 2,1% toe, vooral door de 12,5% aangroei van het segment netwerken (52,5% van het totaal) dat vooral profiteerde van de overname van het VNG-gasnetwerk. Ook waren er hogere gebruiksvergoedingen.

| (aangepaste EBITDA) | 2017 | 2018 | Δ17/18 |
|----------------------|-------|-------|--------|
| Verkopen | 330 | 271 | -17,9% |
| Netwerken | 1.046 | 1.177 | 12,5% |
| Alternatieve energie | 332 | 298 | -10,2% |
| Productie/trading | 377 | 429 | 13,8% |
| Groep | 2.113 | 2.158 | 2,1% |

Het segment verkopen (EBITDA -17,9%) zag de verkochte hoeveelheden elektriciteit en gas licht dalen, tevens viel een gunstige impact uit het verleden weg.

In alternatieve energie was er een daling van 10,2% van de aangepaste EBITDA. De waterkrachtcentrales leden sterk onder de lage waterstanden (capaciteit in hydro-elektriciteit is 67% van de capaciteit in alternatieve energie, wind staat voor 31%) en door het lagere windrendement. De uitbreiding van het productiepark (vooral windmolens) kon die negatieve evoluties niet compenseren.

Het segment productie/trading zag de aangepaste EBITDA 13,8% aangroeien. In 2017 was er een negatieve impact door het stilleggen van een kerncentrale, wat in 2018 niet het geval was. In dit segment staat de nucleaire productiecapaciteit voor 46% van het totaal.

In 2018 investeerde EnBW 1,287 miljard euro (1,367 miljard euro in 2017). In Zweden kocht het 7 windmolenparken met een capaciteit van 105 MW. In Duitsland bouwde het het grootste zonne-energiepark (175 MW). Daarnaast werkt de groep aan 2 windmolenparken op zee met een capaciteit van 609 MW die eind 2019 in gebruik genomen zullen worden. De investeringen lagen hoger dan de vrije cash-flow (na dividend), waardoor de netto financiële schuld toenam.

Toekomstverwachtingen

Voor 2019 verwacht het management een verdere groei van de aangepaste EBITDA, van 2,158 miljard euro naar een vork van 2,35 tot 2,50 miljard euro. Vooral de segmenten netwerken en alternatieve energie zouden voor die groei verantwoordelijk zijn. Voor het segment wordt uitgegaan van een stabilisering, het segment productie/trading zou een lager cijfer tegemoet moeten zien. In de kolom rechts hieronder herhalen we ook de eerder doelstellingen van het bedrijf voor 2020, maar het lijkt er nu al dat die overtroffen zullen worden.

| (in miljard euro) | Aangepaste EBITDA | | | |
|----------------------|-------------------|------|-------------|------|
| | 2012 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Verkopen | 0,20 | 0,27 | 0,25 - 0,30 | 0,40 |
| Netwerken | 0,80 | 1,18 | 1,30 - 1,40 | 1,00 |
| Alternatieve energie | 0,20 | 0,30 | 0,42 - 0,50 | 0,70 |
| Productie/trading | 1,20 | 0,43 | 0,35- 0,42 | 0,30 |
| Groep | 2,40 | 2,16 | 2,35 - 2,50 | 2,40 |

Naar investeringen toe wordt voor de periode 2019/21 een bedrag van 6,4 miljard euro vooropgesteld, gemiddeld 2,1 miljard euro per jaar en meer dan in de jaren 2017 en 2018. Van die 6,4 miljard euro is 22% bestemd voor de bestaande projecten, meer bepaald upgrades of versterkingen. De overige 78% dient voor groeiprojecten, vooral in de netwerken en in alternatieve energie.

BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De BVBA kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de zaakvoerder (zie www.demes-invest.be).



Demes

Advices for Growth by **Gert De Mesure**

Recente berichtgeving

- EnBW staat op het punt om het Franse Valeco over te nemen. Valeco bezit windmolens (276 MW) en zonne-energieparken (56 MW), heeft een omzet van 50 miljoen euro en heeft een pijplijn van projecten voor 1.700 MW.
- EnBW versnelt de investeringen in zonne-energie en heeft een pijplijn van 800 MW uitgebouwd. Inbegrepen in dit cijfer is een project van 175 MW in het Duitse Weesom-Willmersdorf, het wordt het grootste in Duitsland
- EnBW en de doe-het-zelfgroep hagebau zullen samen een netwerk van 100 laadstations(50KW) voor elektrische auto's doorheen Duitsland uitbouwen.

Conclusie

We zijn de opvolging van EnBW gestart toen de koers zich rond de 23 euro bevond. We waren tevreden over onze belegging, want we waren in staat om relatief snel aan 27 euro en meer te verkopen. Als we de recente ontwikkelingen bekijken, enerzijds van EnBW zelf, anderzijds van de markt- en beursomgeving, dan moeten we besluiten dat het aandeel EnBW heel wat meer potentieel heeft op termijn. Naast dat groeipotentieel (zie paragraaf toekomstverwachtingen) is er ook het lage operationele risico dat niet versmaad mag worden. Zo wordt bijna 70% van de aangepaste EBITDA gerealiseerd door gereguleerde activiteiten (netwerken en alternatieve energie).

Wat de beursnotering betreft, is er natuurlijk de lage free float (% aandelen onder het publiek), die de intrede van institutionele beleggers bemoeilijkt, maar dit behoedt het aandeel voor heel grote volatiliteit. Soms speelt de lagere liquiditeit de koers wel parten, maar heel tijdelijk, terwijl het aandeel minder gevoelig lijkt voor bredere marktschommelingen. Beursorders dienen steeds gepaard te gaan met het ingeven van een limiet.

Gert De Mesure

BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De BVBA kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veelevoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de zaakvoerder (zie www.demes-invest.be).