

# Zweifelhafte Reservezahlen von Chesapeake

USA Öl- und Gaskonzern lässt einen deutlich kleineren Anteil seiner Vorratsangaben extern auditieren als seine Konkurrenten – Aktien sind mit hohem Risiko behaftet

MARTIN GOLLMER

Der amerikanische Öl- und Gaskonzern Chesapeake Energy, im April durch einen Skandal um seinen Gründer und Chef Aubrey McClendon in die Medien geraten, kommt nicht mehr aus den Schlagzeilen heraus. Die neueste: Das Unternehmen lässt einen deutlich kleineren Anteil seiner Öl- und Gasreserven von unabhängiger Seite prüfen als seine Konkurrenten. Dadurch wächst die Wahrscheinlichkeit, dass die Gesellschaft später grössere Abschreibungen machen muss, wenn sich gebuchte Reserven als für die Ausbeutung unwirtschaftlich erweisen. Für Anleger bleiben die Chesapeake-Aktien Hochrisikopapiere.

Das Schätzen von Öl- und Gasvorkommen in mehreren hundert, oft sogar in mehreren tausend Metern unter der Erdoberfläche ist zu gleichen Teilen Kunst und Wissenschaft. Und «verschiedene Unternehmen haben unterschiedliche Philosophien, wie Volumen in die Bücher genommen werden», sagte Bob Fant, bei Chesapeakes Stadtrivalen Devon Energy für die Berechnung der Reserven zuständig, gegenüber dem «Wall Street Journal». Umso wichtiger sei deshalb eine zusätzliche Meinung. Devon hat dabei das Ziel, 90% seiner Reserven durch eine unabhängige Stelle beglaubigen zu lassen.

## 77% unabhängig überprüft

Analysten verwendeten in der Vergangenheit Chesapeakes riesige Reserven – sie entsprechen dem Äquivalent von 17 Bio. Kubikfuss Gas – meistens unkritisch als Unterstützung für ihre optimistischen Prognosen des Aktienkurses. Doch konstant tiefe Gaspreise in den USA und die unorthodoxen Finanzpraktiken des Konzerns haben nun einige der Bankexperten veranlasst, genauer hinzuschauen und nachzufragen, woher die Reserveschätzungen des Unternehmens stammen. Danach wurden nur 77% der Reserveschätzungen im Geschäftsbericht 2011 von Chesapeake – nach dem Energiemulti Exxon Mobil immerhin der zweitgrösste Gasförderer der USA – von unabhängigen Experten gemacht. Der Rest kam von einer

wachsenden Zahl von innerbetrieblichen Reservoir-Ingenieuren. Eine Durchsicht der Schätzungspraktiken bei neun Konkurrenten von Chesapeake ergab, dass diese im Durchschnitt 89% der Reserven extern feststellen liessen (vgl. Grafik).

Doch selbst Chesapeakes extern vorgenommenen Schätzungen sind nicht über alle Zweifel erhaben. Schon Mitte Juli hatte das «Wall Street Journal» einen Bericht des unabhängigen Beratungsunternehmens ITG Investment Research ent-



Chesapeake-Bohrung im Barnett Shale, für das unterschiedliche Reservezahlen vorliegen.

hüllt, der aufzeigte, dass sich die Reserven von Chesapeake in den Barnett- und Haynesville-Schieferformationen nur auf 2,8 Bio. Kubikfuss Gas beliefen – 70% der Menge, die das Ingenieurbüro Netherland, Sewell & Associates (NS&A) für Chesapeake errechnet hatte. ITG stütze sich nur auf öffentlich zugängliche Quellen, während NS&A mit Informationen von Chesapeake arbeitete. ITG folgerte, dass ein bedeutender Anteil der Reserven in den untersuchten Regionen «keinen positiven Wert hat, was nach unserer Ansicht ein Vorbote potenzieller Abschreiber ist».

Vergangene Woche hat denn auch Chesapeake prompt beinahe 5 Bio. Kubikfuss Gasreserven abgeschrieben, weil sich deren Ausbeutung wegen der tiefen Gaspreise in den USA nicht mehr lohnt. Damit ist der Konzern in diesem Jahr zur «Nummer 1 der Abschreiber von Reserven» aufgestiegen, wie Duane Grubert, ein Analyst beim Brokerhaus Susquehanna International Group, bemerkte. In der Vergangenheit lagen allerdings die Reserveabschreibungen von Chesapeake in etwa im Branchendurchschnitt.

Diese Enthüllungen des «Wall Street Journal» werfen weitere Schatten auf das Geschäftsgebaren von Chesapeake. Im April kam aus, dass Gründer, Chairman und CEO Aubrey McClendon von Investoren in Chesapeake mehr als 1 Mrd. \$ lieh, um privat Öl- und Gasquellen des Konzerns kaufen zu können, auf die er aufgrund seiner Lohnvereinbarung Anrecht

hatte. Das Anreizprogramm wurde danach geändert, und McClendon musste sein Amt als Chairman abgeben.

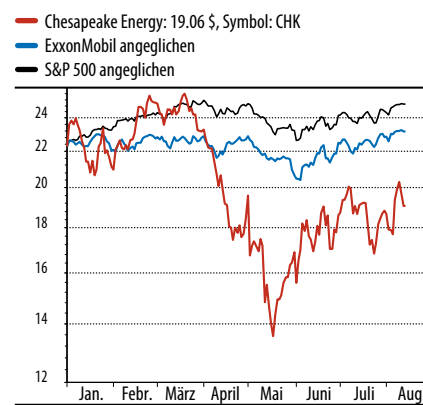
Dann geriet Chesapeake in eine Liquiditätsklemme, weil das Unternehmen die Bohrungen für das lukrativere Öl kräftig ausweitete, nachdem die Gaspreise in den USA auf ein Rekordtief sanken. Das Budget für Landpachten und Bohrungen ist rund 6 Mrd. \$ höher als die für dieses Jahr erwarteten Betriebseinnahmen. Jetzt muss Chesapeake notfallmässig Aktiva verkaufen, um das Loch stopfen und Schulden abbauen zu können.

## Kleiner bereinigter Gewinn

Im zweiten Quartal 2012 erzielte Chesapeake einen Gewinn von 929 Mio. \$, aber bis auf 3 Mio. \$ kam alles aus dem Verkauf des Pipelinegeschäfts und weiterer Aktiva. Der Umsatz stieg gegenüber der Vorjahresperiode 2% auf 3,4 Mrd. \$. Die langfristigen Schulden kletterten 10% auf 14,3 Mrd. \$. Sie sollen bis Ende Jahr auf 9,5 Mrd. \$ gesenkt werden.

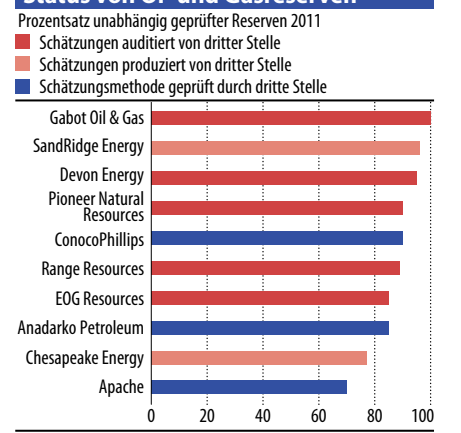
Die Chesapeake-Aktien haben sich von ihrem Tief Mitte Mai wieder etwas erholt (vgl. Chart). Am Donnerstag lagen sie gegenüber Jahresbeginn noch 14,5% im Minus. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis von 14 für 2013 zeigt, dass die Erwartungen an eine Normalisierung der Finanzverhältnisse bei Chesapeake beträchtlich sind. Bis das Tatsache ist, bleiben die Titel mit hohem Risiko behaftet.

### Chesapeake Energy



Quelle: Thomson Reuters / FuW

### Status von Öl- und Gasreserven



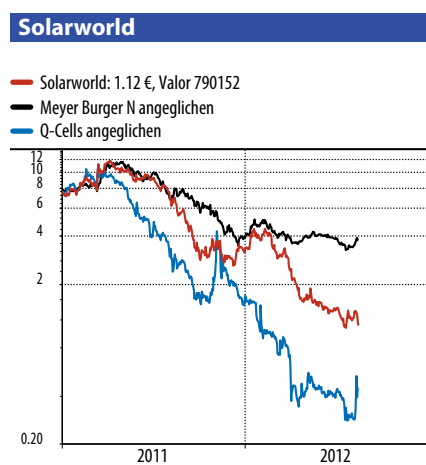
Quelle: SEC-Eingaben, Wall Street Journal / Grafik: FuW, 9

# SolarWorld-Abschluss weist auf anhaltende Branchenkrise hin

DEUTSCHLAND Verlust so gross wie Umsatz – Wird Q-Cells koreanisch?

«SolarWorld investiert 2012 in Innovationen», lautet der Titel der Pressemitteilung zum Halbjahresabschluss des grössten deutschen Solarkonzerns, SolarWorld. Offensichtlich zu spät. Im zweiten Quartal schrieb die Gruppe einen Verlust vor Zinsen und Steuern von über 170 Mio. €, und der Umsatz ist gegenüber dem Vorjahr 44% auf 170 Mio. € eingebrochen. Auch für das Gesamtjahr stellt Vorstandschef Frank Asbeck einen Verlust in Aussicht.

Die Zahlen sind viel schlechter als von Analysten erwartet ausgefallen. In Frankfurt büssten die Aktien am Montag gut 12% auf 1.16 € ein und glitten am Dienstag weiter zurück. Der rapide Wertzerfall – mit ein Grund dafür sind hohe Abschreibungen auf geleistete Anzahlungen und Vorräte – nimmt existenzielle Ausmass an. SolarWorld musste bereits Kreditvereinbarungen neu aushandeln. Die Eigenka-



Quelle: Thomson Reuters / FuW

pitalquote ist per Ende Juni auf noch 24,8% (i. V. 35,9%) gesunken, die Leverage Ratio beträgt hohe 165%.

Das wenig transparent kommunizierende Management agiert defensiv und sieht die Schuldigen für die Misere in «Dumpingpreisen» vor allem chinesischer Hersteller. Asbeck hatte in den USA eine Anti-Dumping-Klage eingereicht, die Erfolg zeitigte. Ein Ende des Preiszerfalls auf dem Solarpanelmarkt ist deswegen aber nicht zu erwarten, denn weltweit sind die Produktionskapazitäten höher als die Nachfrage. Auch lassen sich Strafzölle auf chinesische Module durch eine Produktionsverlagerung leicht umgehen. Für das schlechte Ergebnis macht SolarWorld ausserdem die Verunsicherung im wichtigsten Markt Deutschland verantwortlich. Im zweiten Quartal sank der Modulabsatz wegen anhaltender politischer Querelen um neue Förderkürzungen und eine Begrenzung des Zubaus von Solarmodulen.

SolarWorld bleiben eine Hochrisikolage – eine Wende zum Besseren ist derzeit nicht erkennbar. Andere deutsche Solarunternehmen sind noch schlimmer dran. Der einst weltgrösste Zellhersteller Q-Cells – hinter dem die Brenninkmeijer-Familie (Good Energies) stand – ist im April in die Insolvenz gerutscht. Der südkoreanische Mischkonzern Hanwha prüft nun eine Übernahme. Hanwah hatte 2010 Solarfun Power (China) gekauft. Attraktiv ist die grosse Zellfertigung von Q-Cells in Malaysia, die nicht unter die US-Antidumpingzölle fällt. Die anhaltend schwierige Branchenlage macht es auch für Zulieferer wie Meyer Burger nicht leicht. DM, Frankfurt

# Anglo-American-Aktionäre opponieren

SÜDAFRIKA Grossaktionäre pochen auf Führungswechsel – Xstrata-Titel versprechen mehr

BEAT HONEGGER

Der südafrikanisch-britische Bergbaukonzern Anglo American ist in schlechter Verfassung. Zusätzlich zu den Schwierigkeiten des Sektors wegen der abnehmenden Nachfragesteigerungen in China und der harzenden Konjunktur in Europa, was die Rohstoffpreise arg gedrückt hat, belasten Anglo spezifische Unternehmensprobleme. Wenig erstaunlich, dass gewichtige institutionelle Teilhaber den Rücktritt von CEO Cynthia Carroll fordern.

Die Anglo-Titel sind in diesem Jahr mit einem Kursverlust von 14% stärker unter Druck gekommen als die grossen drei – BHP Billiton, Vale und Rio Tinto. Auch gegenüber dem Rivalen Xstrata, der die Südafrikaner nach der im September anstehenden Fusion mit Glencore auf Rang fünf verdrängen würde, fallen sie ab.

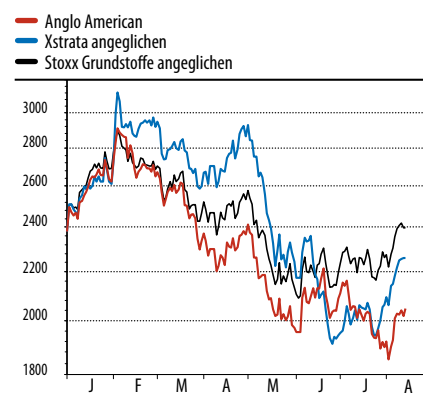
## Kostenexplosion

Das im Vergleich mit den Konkurrenten schlechte Halbjahresergebnis hat das Fass gemäss «Daily Telegraph» zum Überlaufen gebracht. Einer der zehn grössten Anglo-Aktionäre sagte, dass die Unzufriedenen beim Chairman Sir John Parker vorstellig geworden sind. Sie fanden bei ihm indes kein Musikgehör. Die opponierenden Aktionäre geben aber nicht auf und haben ihre Beschwerden laut «Telegraph» dem unabhängigen Verwaltungsrat David Challen vorgebracht. Carroll, die Aussenseiterin an der Anglo-Spitze, muss zugute gehalten werden, dass der Einstieg als Frau und als erste nicht aus der Anglo-Unternehmenskultur stammende Führungskraft 2007 hart war. Sie handelte

nicht ohne Erfolg. Mit fast vollständig erneuertem Top-Management konzentrierte sie den Konzern auf die Kernbereiche Eisenerz, Kohle, Kupfer, Nickel, Platinmetalle und Diamanten. Periphere Bereiche wurden resolut abgestossen.

In diesen sechs Rohstoffbereichen soll der Output bis 2020 verdoppelt werden. Um dieses Ziel zu erreichen, wurde in den vergangenen fünf Jahren 21,7 Mrd. \$ investiert. Nicht immer glücklich. Am meisten belastet der Rechtsstreit in Chile um die Anglo-Kupfertochter AAS. Es besteht aber eine gute Chance, dass die Gespräche mit dem Staatskonzern Codelco in einen Kompromiss münden. So könnten sich die Investitionen in den Ausbau der Minen

### Anglo American



Kurs 14. August 2012 in Pence		2011,5
Rendite in %		2,8
Kurs-Gewinn-Verhältnis 2012		11
Börsenwert in Mio. £		28 380
Valoren-Nr.		3 186 826

Quelle: Thomson Reuters / FuW

in Chile für 2,8 Mrd. \$ doch noch – wenn auch verspätet – lohnen.

Für grosse Enttäuschung sorgte die Kostenexplosion der Expansion des brasilianischen Eisenerzprojekts Minas Rio. Statt 2,6 Mrd. \$ wie vor drei Jahren geschätzt dürften zur Fertigstellung 6 Mrd. \$ aufgewendet werden. Auf der Gegenseite konnten auch die ausgewiesenen Reserven markant erhöht werden. Produziert wird in den Minen dort so kostengünstig, dass sich das Geschäft auch mit tiefen Erlösen rechnet. Das erste Eisenerz wird im zweiten Halbjahr 2014 verschifft.

## Turnaround braucht Zeit

Problemkind ist der Platinbereich Amplats. Anglo ist der weltgrösste Produzent und deshalb besonders stark von der Nachfrageschwäche tangiert. Ende Juli wurde Amplats-Chef Neville Nicolau entlassen. Einschneidende Sanierungsanstrengungen sind eingeleitet.

Wie viele Rivalen ist Anglo zurückgekehrt. Für 2012 wurden die Investitionen auf 5,5 Mrd. \$ (-21%) gekürzt. Trotz der Kursschwäche sind Anglo im Vergleich mit Konkurrenten nicht billig. Für das laufende und nächste Jahr beträgt das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 11 bzw. 9. Die Titel können nicht zum Kauf empfohlen werden. Xstrata (KGV von 11 bzw. 8) bleiben Favorit im Sektor. Anglo sind erst dann wieder ein Thema, wenn die Probleme im Platinbereich gelöst sind, ein tragbarer Kompromiss in Chile gefunden ist und sich der Diamantenmarkt so wie vorhergesagt weiter erholt (vgl. FuW Nr. 63 vom 11. August). Gut möglich ist, dass erst eine neue Anglo-Führung die Früchte erntet.