

Öl- und Gasmultis verpassen Rekordgewinne

INTERNATIONAL Brent-Öl war im Jahr 2012 so teuer wie noch nie – Exploration und Förderung kosten immer mehr Geld – Shell-Aktien überzeugen mit hoher Rendite

MARTIN GOLLMER

Den weltgrössten Öl- und Gasmultis ist es im Jahr 2012 nicht gelungen, die höchsten Preise aller Zeiten für Öl der Nordseesorte Brent in Rekordgewinne umzusetzen. Belastungen kamen von gestiegenen Förderkosten und niedrigeren Preisen für amerikanisches Gas. Das Resultat: Die Öl- und Gasindustrie hinkt anderen Branchen an der Börse hinterher. Der MSCI Welt Öl & Gas verlor im vergangenen Jahr 0,5%, während der breite Weltindex 13% gewann.

Royal Dutch Shell war am Donnerstag der erste der grossen Öl- und Gasmultis, der sogenannten Super Majors, der die Ergebnisse für das vierte Quartal und das Gesamtjahr 2012 vorlegte. Von Oktober bis Dezember schaute ein bereinigter Gewinn von 5,6 Mrd. \$ heraus. Das war 15% mehr als in der gleichen Periode des Vorjahrs.

Schwache Profitabilität

Im Gesamtjahr lag der vergleichbare Überschuss mit 25,1 Mrd. \$ indessen nur 2% höher als 2011. Grund für diese nur mässige Steigerung war die schwache Profitabilität des Explorations- und Produktionssegments (Upstreambereich), verursacht besonders durch höhere Betriebskosten. Auch die Produktionszahlen fürs Gesamtjahr enttäuschten. Gefördert wurden 2012 im Mittel 3,2 Mio. Fass Öläquivalente pro

Tag – nur 1% mehr als im Vorjahr. Im Schlussquartal 2012 war mit einer Steigerung von 3% gegenüber der Vergleichsperiode im Vorjahr auf durchschnittlich 3,4 Mio. Fass pro Tag eine leichte Beschleunigung erkennbar. Diese war hauptsächlich dem Anlaufen der Gasverflüssigungsanlage Pearl in Katar zu verdanken.

Die Anleger reagierten enttäuscht auf die Zahlen Shells; die Aktien verloren am Donnerstag 2,7%. Die Aussicht auf eine höhere Dividende wirkte offensichtlich nicht. Im vierten Quartal 2012 soll die Ausschüttung 2% auf 43 US-Cent pro Aktie steigen. Und für das erste Vierteljahr 2013 stellte der Konzern eine weitere Erhöhung um 5% auf 45 US-Cent in Aussicht. Gemäss Analystenschätzungen dürften die Aktien 2013 mit guten 5,1% rentieren.

Sorge wird den Anlegern auch die tiefe Rate bereitet haben, mit der gefördertes Öl und Gas durch die Entdeckung neuer Reserven ersetzt wurde. Die Reserve Replacement Ratio (RRR) betrug 2012 nur 44%. Und im Durchschnitt der vergangenen drei Jahre belief sich der Wert auch nur auf 84%. Im Klartext: Nicht alles Öl und Gas, das gefördert wurde, konnte durch neue Funde ersetzt werden.

Dieser Befund weist auf ein fundamentales Problem der Super Majors hin: Trotz grossem Kapitaleinsatz haben sie Mühe, neue Öl- und Gasdepots zu entdecken. Und trotz hohem Investitionsaufwand bleibt das Produktionswachstum im Ver-

gleich zu kleineren Öl- und Gasgesellschaften unterdurchschnittlich. Die sogenannten einfachen Reservoirs sind eben bereits gefunden, und die verbleibenden schwierigen – etwa in der Tiefsee oder in der Arktis – sind nurmehr mit hohen Kosten zu erschliessen. Das spiegelt sich in der vergleichsweise weniger guten Performance der Aktien der Grosskonzerne. Um die Anleger trotzdem bei Laune zu halten, pflegen die Multis dafür oft überdurchschnittliche Dividenden zu zahlen.

Was getan werden muss, um die Förderung deutlich zu steigern, zeigt exemplarisch wiederum Shell. Zwischen 2012 und 2015 sollen insgesamt 120 bis 130 Mrd. \$ investiert werden. Allein 2013 beläuft sich der Investitionsbetrag auf 33 Mrd. \$ – 10% mehr als im Vorjahr (vgl. Grafik). Die Hoffnung ist, so die Tagesproduktion bis 2017/18 auf rund 4 Mio. Fass Öläquivalente erhöhen zu können. Shell würde damit zu den Branchenführern Exxon Mobil (USA) und Rosneft (Russland; nach Vollzug der Akquisition von TNK-BP) aufschliessen.

Trotz Gegenwind auf Kurs

Der Schweizer Peter Voser, CEO von Shell, ist überzeugt, dieses ehrgeizige Ziel auch erreichen zu können. «Die Pläne, die wir früh in 2012 formuliert haben, sind trotz des Gegenwinds im vergangenen Jahr auf gutem Weg», sagte er an der Bilanzmedienkonferenz. Der britisch-niederländische Multi hat zurzeit rund dreissig Upstream-Projekte in Arbeit.

Auch Exxon Mobil, die am Freitag berichtete, konnte mit ihren Zahlen nicht an frühere Rekordzeiten anknüpfen. Der Gewinn stieg zwar im Schlussquartal 2012 um 6% auf 10 Mrd. und im Gesamtjahr um 9% auf 44,9 Mrd. \$. Doch die Öl- und Gasförderung nahm in den letzten drei Monaten um 5%, im Gesamtjahr sogar um 6% ab – dies trotz Rekordinvestitionen von knapp 40 Mrd. \$ für ganz 2012. Auch bei Exxon soll eine Erhöhung der Quartalsdividende um 27% auf 57 Cent über ein zumindest teilweise enttäuschendes Jahr hinweghelfen. Die Aktien dürften 2013 mit 2,6% rentieren. Am Freitag eröffneten die Titel 0,5% im Plus.

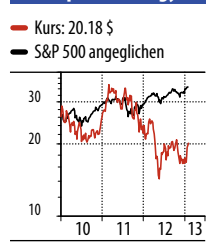
Chevron, die Nummer zwei in den USA, erzielte im vierten Quartal 2012 einen Überschuss von 7,2 Mrd. (+41%) und im Gesamtjahr von 26,2 Mrd. \$ (-3%). Die Produktion stieg von Oktober bis Dezember im Vorjahresvergleich 1% auf 2,7 Mio. Fass Öläquivalente pro Tag. Der Kapitaleinsatz betrug im abgelaufenen Jahr 34,2 Mrd. \$ (+18%). Die Valoren legten am Freitag in der ersten Handelsstunde 0,6% zu. Der vierte Super Major, die britische BP, rapportiert am 5. Februar.



Half Shell 2012 die Produktion zu steigern: Gasverflüssigungsanlage Pearl in Katar.

Chesapeakes Probleme bleiben

Chesapeake Energy



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Anleger in Chesapeake Energy applaudierten, nachdem die amerikanische Öl- und Gasgesellschaft angekündigt hatte, dass **der umstrittene CEO Aubrey McClendon im April zurücktreten** werde. Die Aktien legten am Mitt-

woch 6% zu und konnten am Donnerstag das neue Niveau halten.

McClendon gab als Rücktrittsgrund «philosophische Differenzen» mit dem Verwaltungsrat an. Das Aufsichtsgremium war auf Druck von Teilhabern, darunter dem milliardenschweren Aktionärsaktivisten und Investor Carl Icahn, neu besetzt worden. Zuvor war Chesapeake nach einem Akquisitionsräusch wegen hoher Schulden in Schwierigkeiten geraten. Gleichzeitig wurde rufbar, dass McClendon privat Geld von Unternehmen geliehen hatte, mit denen Chesapeake geschäftlich verbunden war.

Es bleibt zu sehen, wie sich Chesapeake aus dem Schuldenloch arbeiten kann, das McClendon hinterlassen hat. Auf einen baldigen kräftigen Anstieg des Gaspreises in den USA kann das Unternehmen jedenfalls nicht hoffen. So **muss es im laufenden Jahr nochmals für mindestens 4 Mrd. \$ Aktiva verkaufen, um liquid zu bleiben**, nachdem schon 2012 für beinahe 11 Mrd. \$ Land und Projekte abgestossen worden sind.

McClendon kann sich dagegen gutschreiben lassen, dass er **mitgeholfen hat, in den USA die Schiefergas- und -ölvolution auszulösen**, und so der stagnierenden Energieindustrie im Land neues Leben eingehaucht hat. Dabei stieg Chesapeake zum zweitgrössten Gasproduzenten in den Vereinigten Staaten hinter dem Branchengiganten ExxonMobil auf. Doch die **Gasflut, die die technisch fundierte Revolution ausgelöst hat, hätte Chesapeake beinahe weggeschwemmt**: Der Gaspreis fiel ins Bodenlose, sodass zu wenig Einnahmen hereinkamen, um die turmhohe Schuldenlast finanzieren zu können. **MG**

Fragwürdige quantitative Modelle

SCHWEIZ Unsichere Schätzungen zur Energiewende – Struktur- und Regulierungsfolgen unterschätzt

Im Auftrag des Wirtschaftsdachverbands Economiesuisse hat die Konjunkturforschungsstelle der ETH eine quantitative Studie zur Energiestrategie erarbeitet. Sie kommt, vereinfacht ausgedrückt, zum Schluss, dass mit den vorgesehenen Massnahmen ein Technologieschub nötig ist, damit das Bruttoinlandsprodukt im langfristigen Horizont nicht deutlich schrumpft. Economiesuisse ortet für die bundesrätliche Strategie denn auch erheblichen Nachbesserungsbedarf.

Der Wirtschaftsverband Swisscleantech, der die Energiewende engagiert unterstützt, hat zudem eine vergleichende Übersicht über ein Dutzend Studien erstellt. Offenbar ist Swisscleantech von Zahlen beeindruckt: Die quantitativen Studien, inklusive natürlich und vor allem der eigenen, kommen sehr gut weg.

Strukturbruch

Modelle, die bis 2050 reichen und die Auswirkungen der Strategie auf die Wirtschaft bis auf die zweite Stelle nach dem Komma ausrechnen, gaukeln jedoch eine Genauigkeit vor, die nicht gegeben ist. Grundsätzlich sind quantitative Modelle so gut wie die ihnen zugrundeliegenden Annah-

men – und die sind oft genug weitgehend willkürlich. Überdies ist es auf eine derart lange Frist seriös gar nicht möglich, die Entwicklung der Wirtschaft exakt zu berechnen. Das gilt umso mehr, als die Modelle auf Vergangenheitsdaten basieren und nicht in der Lage sind, künftige Strukturbrüche zu erkennen und zu berechnen – ein derartiger Bruch wird mit der Energiewende jedoch bewusst herbeigeführt.

Als Beispiel sei auf die im Auftrag des Bundesamts für Energie vom Büro Eco-plan erstellte Studie zu den gesamtwirtschaftlichen Wirkungen verwiesen (vgl. FuW Nr. 81 vom 13. Oktober 2012). Sie kommt zum Schluss, dass die wirtschaftlichen Folgen der Energiestrategie bis 2050 nur marginal sein werden.

Die dahinter stehenden Annahmen sind abenteuerlich: Es wird vorausgesetzt, dass die energiepolitischen Instrumente international harmonisiert werden und die benötigten Technologien zeitgerecht zur Verfügung stehen. Das Modell geht im Referenzszenario von einem BIP-Wachstum bis 2050 von 47,5% aus und weiss genau Bescheid über die zu erwartenden Währungsrelationen. Der Realitätsgehalt der Annahmen ist gering, die Aussagekraft der Studie nahe null. Die Modelle erfassen

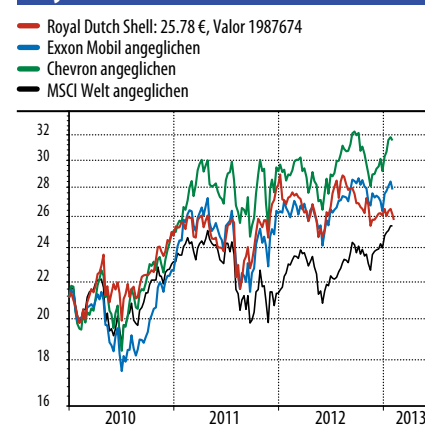
entscheidende Punkte nicht: Die Energiewende führt mit der Umstellung der Energieproduktion und der geplanten ökologischen Steuerreform zu gewaltigen strukturellen Veränderungen der Wirtschaft. Sie erschöpfen sich keineswegs darin, dass den energieintensiven Branchen das Leben schwer gemacht wird. Die ganze damit verbundene Wertschöpfungskette wird auf den Kopf gestellt.

Plausibilitäten

Nicht berücksichtigt werden auch die verzerrenden Wirkungen der Subvention von erneuerbaren Energien sowie oft die Tatsache, dass die Schweiz weitgehend zu einem Sololauf ansetzt. Schliesslich rollt eine Regulierungswelle auf das Land zu, die jede Branche und Tätigkeit erfassen wird – mit unabsehbaren Folgen.

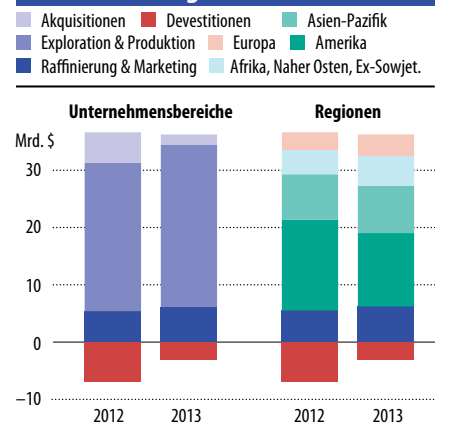
In einem Punkt ist Swisscleantech recht zu geben: Die Energiewende ist machbar. Allerdings fragt sich, um welchen Preis. Der eingeschlagene planwirtschaftliche Weg wird Konsequenzen haben und die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft einträchtigen – dafür sprechen nicht vermeintlich exakte Modelle, sondern ökonomische Plausibilitäten. **PM**

Royal Dutch Shell



Quelle: Thomson Reuters / FuW

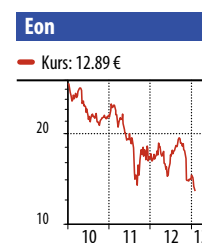
Investitionstätigkeit von Shell



Quelle: Royal Dutch Shell / Grafik: FuW, vp

Eon vergraut die Investoren

DEUTSCHLAND Unprofitable Kraftwerke belasten – Gekappte Dividende



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Die ungezügelt steigende Wind- und Solarstromerzeugung in Deutschland belastet den Versorger Eon im bisher lukrativen Erzeugungsgeschäft stark. So sind Gaskraftwerke fast nicht mehr rentabel zu betreiben, weil sie zu selten in Einsatz kommen. Auch sind die Strompreise wegen einer konjunkturbedingt schwächeren Nachfrage sowie zeitweiser Überkapazitäten im Angebot unter Druck.

Am Donnerstag präsentierte Eon anlässlich eines Investorentages einen vom Markt gespannt erwarteten Ausblick. Erst im November hatte Eon die Investoren vor den Kopf gestossen, als eine Überprüfung der mittelfristigen Planung angekündigt wurde, ohne konkrete Einzelheiten zu nennen. Die liefert das Management nun nach – und sie fielen wenig erfreulich aus. Das operative Ergebnis vor Zinsen und Abschreibungen (Ebitda) ohne Devisenverluste soll 2013 9,2 bis 9,8 Mrd. € betragen, nach voraussichtlich 10,8 Mrd. € im Geschäftsjahr 2012 (per Ende Dezember). Der sogenannte nachhaltige Konzernüberschuss, für die Berechnung der Dividende

massgebend, werde 2,2 bis 2,6 Mrd. € erreichen, nach rund 4,3 Mrd. € im Jahr 2012. Eon kehrt zur früher praktizierten Anknüpfung einer Ausschüttungsquote zurück und nennt keine absolute Dividendenhöhe mehr. Künftig sollen wieder 50 bis 60% des nachhaltigen Überschusses an die Aktionäre fliessen. Damit dürfte die Dividende für das laufende Geschäftsjahr etwa zwischen 0,58 und 0,82 € liegen – klar unter den 1,10 €, die für das Geschäftsjahr 2012 definitiv gezahlt werden sollen. In der Mitte der prognostizierten Spanne rentieren die Titel noch knapp 5,5%.

An der Börse verflüchtigte sich ein anfängliches Kursplus in den Aktien Eon schnell. Angesichts des weiter schwierigen Umfelds ist von einem Engagement abzuraten, im Erzeugungsgeschäft dürfte die Ergebniserosion anhalten. Auch drohen neue Einmalbelastungen: Neben weiteren Kostensenkungen und Effizienzverbesserungen überprüft Eon auch aus betriebswirtschaftlichen Gründen die Stilllegung von (Gas-)Kraftwerken in Europa. Die Verbesserung im Gasgeschäft vermag dies nicht auszugleichen. Auch soll es eine «noch strikere Konzentration der insgesamt sinkenden Investitionen auf Wachstumfelder» geben, wobei Eon derzeit auf die Märkte Russland und Türkei zielt. **DM**