

# Shell legt Bohrungen in der Arktis auf Eis

Zwei Bohreinheiten zur Reparatur abgezogen

Nach mehreren Zwischenfällen im vergangenen Jahr will Royal Dutch Shell in diesem Jahr nicht in der Arktis nach Öl bohren. Die Ressourcensuche soll später fortgesetzt werden. Shell bleibt trotzdem ein gut aufgestellter Öl- und Gasmulti. Die Aktien sind auch wegen der hohen Dividendenrendite attraktiv.

«Wir haben Fortschritte gemacht in Alaska, aber dies ist ein langfristiges Programm, das wir in einer sicheren und angemessenen Weise durchführen wollen. Unsere Entscheidung, im Jahr 2013 zu pausieren, gibt uns im Nachgang zur Bohrsaison 2012 Zeit, um die Bereitschaft von Material und Menschen sicherzustellen.» So liess sich Marvin Odum, bei Shell zuständig für Exploration und Produktion in Nordamerika, in einer Medienmitteilung zitieren.

## Gebiet mit Potenzial

Der niederländisch-britische Öl- und Gasmulti wollte aber keine Zweifel am Willen aufkommen lassen, die riesigen fossilen Ressourcen in der Arktis zu entwickeln. Deshalb hiess es im Communiqué weiter: «Alaska bleibt ein Gebiet mit langfristig hohem Potenzial für Shell. Das Unternehmen ist gewillt, dort in Zukunft wieder zu bohren.»

Die Entscheidung, die Pläne für Bohrungen vor der Nordküste Alaskas für 2013 auf Eis zu legen, kommt nach einer Serie von Zwischenfällen im vergangenen Jahr. Der letzte ereignete sich genau Ende 2012. Damals riss sich die Bohrinne «Kulluk», die ins Winterquartier nach Seattle überführt werden sollte, in schwerer See von ihrem Schleppschiff los und lief im Golf von Alaska auf Grund. Dabei wurde die Insel beschädigt. Jetzt soll die Anlage zur Reparatur nach Asien gebracht werden.

Dortin soll auch das Bohrerschiff «Noble Discoverer» überführt werden. Es war von Shell im vergangenen Jahr ebenfalls in der Arktis eingesetzt worden, war aber von verschiedenen Antriebs-, Sicherheits- und Umweltpunkten betroffen. Sie führten zu einer Inspektion durch die US-Küstenwache und dann zur zeitweiligen Festsetzung des Schiffs.

Schliesslich nahm ein Schiff, das zur Vermeidung einer Ölpest gedacht war, bei einem Test Schaden. Das führte dazu, dass das Gefährt den Seetüchtigkeitsausweis erst im Oktober erhielt.

Dieses Problem war auch der Grund dafür, dass Shell im vergangenen Jahr in der Beaufort- und der Tschuktschensee nur je eine Vorbereitungsbohrung machen durfte, die nicht bis in öhalte Schichten vordrang. Die ursprünglichen Pläne hatten vorgesehen, 2012 in der

Beaufortsee zwei und in der Tschuktschensee drei Bohrungen zu vollenden. 2013 hätten nochmals so viele Bohrungen durchgeführt werden sollen.

Die Zwischenfälle gaben Anlass zur Überprüfung von Öl- und Gasbohrungen in der Arktis durch das Innenministerium in Washington und die US-Küstenwache. Erste Resultate sollen noch im März vorliegen. Mit Klagen und Einsprachen gegen Shell vorgeschritten sind auch Umweltschutzorganisationen. Das war mit ein Grund dafür, dass das Explorationsprogramm in Rückstand geraten ist. Die meisten dieser Organisationen treten dafür ein, dass in der Arktis nicht gebohrt werden darf.

Shell ist seit sieben Jahren daran, nach Öl und Gas in der Arktis zu suchen, und hat dafür schon 4,9 Mrd. \$ ausgegeben. Für 2013 war ein Budget von 800 Mio. \$ geplant. Der Energiemulti glaubt, dass in der Beaufort- und der Tschuktschensee etwa 25 Mrd. Fass Öl lagern. Im Falle eines Explorationserfolgs könnte die Förderung jedoch erst ungefähr Mitte des nächsten Jahrzehnts beginnen. Eine oft zitierte Studie des US Geological Survey besagt, dass in der Arktis rund 20% der weltweit noch zu entdeckenden Öl- und Gasressourcen verborgen sind.

## Überlegtes Vorgehen

Die Aktien von Shell reagierten am Mittwoch an der Börse von Amsterdam mit einem Plus von 0,5% auf die Ankündigung einer Bohrpause. Der Schritt zeugt davon, dass der Multi in der Arktis nichts überstürzen und angesichts der schwierigen Klimaverhältnisse und aufgrund der Risiken für die Umwelt überlegt vorgehen will.

Trotz der neuerlichen Verzögerung in der Arktis bleibt Shell, die weltweit zweitgrösste Öl- und Gasgesellschaft nach dem US-Giganten ExxonMobil, auf Wachstumskurs. Der seit Mitte 2009 unter der Leitung des Schweizer Peter Voser stehende Konzern konzentriert sich konsequent auf profitables Wachstum über einen ausgewogenen Mix aus neuen Förderprojekten, strikter Kostenkontrolle und einer kräftigen Cashflow-Entwicklung. Shell ist global führend im Flüssiggasgeschäft (LNG, Liquefied Natural Gas), wo sie sich diese Woche mit dem 4,4 Mrd. \$ teuren Zukauf der LNG-Aktivitäten des spanischen Energiekonzerns Repsol weiter verstärkt hat. Die Shell-Aktien fallen zwar nicht durch hohe Kursavancen auf, sind aber für Anleger nicht zuletzt wegen der für 2013 zu erwartenden hohen Dividendenrendite von 5,5% attraktiv. **MG**



Kennzahlen von Rohstoff- und Energieunternehmen im Überblick											
Unternehmen	Kurs am 1.3. seit 1.1.12	Perf. in Mrd.	Markkap. in Mrd.	Umsatz in Mrd. 2012	2013 <sup>1</sup>	2014 <sup>2</sup>	Gewinn/Verlust je Aktie 2012	2013 <sup>1</sup>	2014 <sup>2</sup>	KGW Div.-Rend. 2013	
BHP Billiton (€)	20,67	-2,9	124,0	45,6	45,3	49,9	1,82	1,65	2,12	12	3,7
Rio Tinto (€)	34,48	-1,8	68,2	32,2	38,9	41,4	-1,02	4,11	4,52	9	3,4
Anglo American (€)	18,89	-0,3	26,3	18,1	22,6	23,6	-0,75	1,67	1,95	12	2,9
Fresnillo (€)	15,33	-17,0	11,0	1,4	1,6	-	0,71	0,76	0,92	20	2,6
Antofagasta (€)	10,77	-18,7	10,6	4,4	4,4	-	0,88	0,86	0,80	12	3,2
Vale (BRL)	36,55	-10,6	200,2	93,5	98,8	105,0	1,91	4,30	4,44	8	3,8
PanAust (austr. \$)	2,76	-17,4	1,7	0,7	0,8	0,8	0,23	0,29	0,34	10	2,6
Barrick Gold (kan. \$)	31,27	-10,2	31,3	14,5	16,0	17,1	-0,66	4,65	4,78	7	2,6
Kinross Gold (kan. \$)	7,85	-18,7	9,0	4,3	4,7	4,9	-2,24	0,86	1,02	10	2,0
Royal Dutch Shell (€)	25,27	-2,7	162,6	363,5	350,4	356,4	3,31	3,18	3,27	8	5,5

<sup>1</sup>Zählung 1. Geschäftsjahr per Ende Juni <sup>2</sup>Zahlen 2012 geschätzt <sup>3</sup>In %  
1 €=1,41 F, 1 BRL=0,47 F, 1 austr. \$=0,96 F, 1 kan. \$=0,91 F, 1 €=1,23 F  
Quelle: Bloomberg

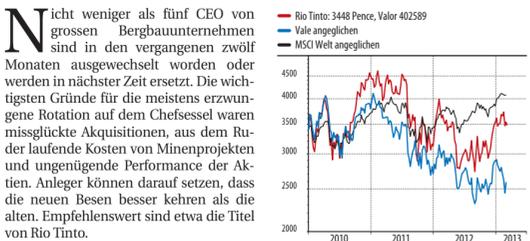


Luftaufnahme der Diavik-Diamantenmine von Rio Tinto in Kanada. Der breit diversifizierte britisch-australische Bergbaukonzern wies 2012 wegen hohen Abschreibungen auf missglückten Akquisitionen einen Verlust von 3 Mrd. \$ aus.

# Neue Chefs bringen Minenkonzerne auf Kurs

INTERNATIONAL Fast durchs Band milliardenhohe Abschreibungen, um Altlasten zu beseitigen – Verstärkter Fokus auf Mehrwert für Aktionäre – Aktien Rio Tinto kaufenswert

MARTIN GOLLMER



Nicht weniger als fünf CEO von grossen Bergbauunternehmen sind in den vergangenen zwölf Monaten ausgewechselt worden oder werden in nächster Zeit ersetzt. Die wichtigsten Gründe für die meistens erzwungene Rotation auf dem Chefessell waren missglückte Akquisitionen, aus dem Ruder laufende Kosten von Minenprojekten und ungenügende Performance der Aktien. Anleger können darauf setzen, dass die neuen Besen besser kehren als die alten. Empfehlenswert sind etwa die Titel von Rio Tinto.

Das vorläufig letzte Zeichen, wie schwierig die Bedingungen im Bergbau-sektor und die Geschäftsführung von Minenunternehmen geworden sind, hat am Mittwoch Vale gesetzt. Der brasilianische Konzern, die Nummer drei der Welt hinter BHP Billiton und Rio Tinto, musste zum ersten Mal seit mehr als einem Jahrzehnt einen Quartalsverlust – 2,7 Mrd. \$ im letzten Vierteljahr 2012 – bekanntgeben. Das Minus drückte den Gewinn für das Gesamtjahr 2012 auf 5,5 Mrd. \$ – nach einem Überschuss von 22,9 Mrd. \$ im Vorjahr.

## Gesunkene Rohstoffpreise

Wertberichtigungen von insgesamt 5,7 Mrd. \$ auf Aktiva wegen gesunkener Rohstoffpreise zogen Vale im vierten Quartal in die roten Zahlen. Zusätzlich zu Aluminium- und Nickelassets, die schon früher für Abschreibungen vorgemerkt worden waren, wurde nun auch der Wert der Beteiligung an Companhia Siderurgica do Atlantico, einem Stahl-Gemeinschaftsunternehmen mit ThyssenKrupp aus Deutschland, um 583 Mio. \$ nach unten korrigiert. Rund 1 Mrd. \$ musste Vale zudem auf dem Kohlegeschäft in Australien abschreiben.

Neben Wertberichtigungen versucht CEO Murilo Ferreira den Konzern auch durch den Verkauf von Aktiva und Kürzungen von Investitionen auf Vordermann zu bringen. Hilfe soll zudem von der wieder steigenden Rohstoffnachfrage aus China

Kohlebereich notwendig und führten 2012 zu einem Jahresverlust von 3 Mrd. \$.

Während die Fehler der Vergangenheit bei Rio Tinto nun ausgebügelt scheinen, bereitet dem australisch-britischen Konzern die Zukunft Sorgen – und zwar besonders in der Mongolei. Dort streitet sich das Unternehmen mit der Regierung über den bereits geregelt geglaubten Investitions- und Ertragsanteil an der Oyu-Tolgoi-Kupfermine. Dadurch ergeben sich weitere Verzögerungen beim 6,6 Mrd. \$ teuren Projekt. Früherster Produktionsbeginn ist jetzt Ende Juni 2013.

## Fünf Jahre im Rückstand

Auch Anglo American hat Probleme mit einem Grossprojekt. Minas Rio ist ein riesiges Eisenerzvorkommen in Brasilien und ein Schlüsselvorhaben für den britisch-südafrikanischen Konzern, um wieder festen Grund unter die Füße zu bekommen. Aber das Projekt ist schon fünf Jahre im Rückstand und Milliarden teurer als einst geplant. Das hat jetzt ebenfalls zu einer Wertberichtigung geführt. Zusammen mit einer Neubewertung der Platinaktiva in Südafrika hat das im Jahr 2012 Abschreibungen von 4,6 Mrd. \$ und einen Verlust von 1,5 Mrd. \$ verursacht.

CEO Cynthia Carroll musste die Verantwortung für diese Probleme übernehmen und zurücktreten. Sie wird im April durch Mark Cutifani, zuletzt CEO von AngloGold Ashanti, ersetzt. Eine der ersten Aufgaben von Cutifani wird sein, Verhandlungen mit Regierung und Gewerkschaften in Südafrika über das Schicksal von 14 000 Arbeitern zu Ende zu führen, die von der Betriebseinstellung in mehreren unrentablen Minen betroffen sind.

Vergleichsweise geräuschlos ging der Chefesstausch bei BHP Billiton über die Bühne. Dort wird CEO Marius Kloppers den Stab im Mai an Andrew Mackenzie, bisher Leiter der Division Buntmetalle, weitergeben. Der australisch-britische Konzern erzielte zwar im ersten Halbjahr 2012/13 per Ende Dezember einen Gewinn von 4,2 Mrd. \$ – nach 10 Mrd. \$ in der



**Andrew Mackenzie**  
BHP Billiton  
Gilt als investorenfreundlicher Wissenschaftler



**Sam Walsh**  
Rio Tinto  
Will Leistung quer durch das ganze Geschäft erhöhen



**Mark Cutifani**  
Anglo Am.  
Hat den Ruf eines zukunftsorientierten Diplomaten



**Jamie Sokalsky**  
Barrick Gold  
Hat die Aufgabe, den Aktienkurs zu steigern



**Murilo Ferreira**  
Vale  
Bleibt CEO trotz hohem Verlust im vierten Quartal 2012

Vorjahresperiode. Aber auch die Regentschaft von Kloppers war nicht makellos. Keine glückliche Hand hatte er etwa mit dem Kauf von Schiefergasvorkommen in Arkansas von Chesapeake Energy. Dafür hatte BHP im Februar 2011 einen Betrag von 4,8 Mrd. \$ bezahlt, musste sie aber rund ein Jahr später um fast 3 Mrd. \$ abschreiben, weil die Gaspreise in den USA zusammengefallen waren. Zuvor, im November 2008, hatte Kloppers die angestrebte Übernahme von Konkurrent Rio Tinto abblissen müssen, und im November 2010 scheiterte sein Versuch, den kanadischen Dünghersteller Potash Corp of Saskatchewan zu übernehmen.

## Mangelhafte Performance

Im vergangenen Jahr wechselten auch zwei der weltgrössten Goldförderer, Barrick Gold und Kinross Gold, den CEO aus. Bei Barrick ersetzte Finanzchef Jamie Sokalsky den glücklosen Aaron Regent. Bei Kinross musste Tye Burt Unternehmensentwickler J. Paul Rollinson weichen. Bei beiden kanadischen Unternehmen spielte die mangelhafte Performance der Aktien eine wichtige Rolle bei den Entlassungen. Die Kursschwäche der Titel wiederum war unter anderem eine Folge davon, dass die damaligen Chefs zu viel Gewicht auf Expansion legten, statt auf ertragsstarke Minen zu fokussieren.

Für Anleger bieten die Chefwechsel bei den erwähnten Konzernen Chancen. Sie haben fast alle ein striktes Kostenmanagement und Zurückhaltung bei Investitionen versprochen. Die meisten betonten zudem, zukünftig ihr Unternehmen so zu führen, dass auch für die Aktionäre eine Wertsteigerung herausausschaut. Empfehlenswert ist etwa eine Anlage in Rio Tinto. Der Konzern profitiert von der steigenden Nachfrage in den aufstrebenden Volkswirtschaften, besitzt exzellente Rohstoffreserven, ist geografisch gut diversifiziert und weist eine solide Bilanz auf. Unter den grossen Bergbaukonzernen verfügt Rio Tinto zudem über das beste Wachstumsprofil in der Periode bis 2014.

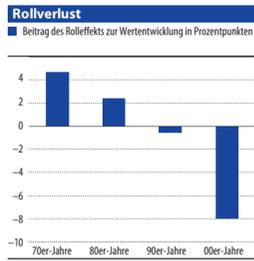
# Rohstoffaktien schlagen Commodities

Früher konnten Anleger mit Commodities viel verdienen – Doch Zeiten ändern sich

MISCHA STÜNZI

Rohstoff-Guru Jim Rogers wird nicht müde, der Investorengemeinschaft Commodities als Anlage schmackhaft zu machen. Und die Anleger sind seiner Empfehlung in Scharen gefolgt. Im Jahr 2009 waren gemäss Grossbank Barclays 257 Mrd. \$ in Rohstoffen investiert; neun Jahre davor waren es gerade mal 10 Mrd. \$. Warum Rohstoffe eine derart hohe Anziehungskraft ausstrahlen, ist klar: Die aufstrebenden Regionen haben ein gewaltiges Aufholpotenzial gegenüber dem Westen. Wenn die Chinesen den Lebensstandard der Amerikaner adaptieren, explodieren Rohstoffnachfrage und -preise.

Tatsächlich liess sich mit Commodities bis 2008 viel Geld verdienen. Doch die Zeiten haben sich geändert. Heute sollten die Anleger lieber in Aktien ausgewählter Rohstoffunternehmen investieren als in Commodities.



Quelle: RS Investments / Grafik: FuW, sv

## Aktien performen besser

Die wichtigste Kennzahl für die meisten Investoren ist und bleibt die Wertentwicklung ihrer Anlagen. Hier hatten die Aktien in den letzten zehn Jahren die Nase vorn. Sogar der Vermögensverwalter Parametric, eigentlich ein Advokat der Commodities, räumt in einem Bericht ein: «Die Gesamtrendite von Rohstoffaktien scheint höher zu sein als die von Commodities.» Mitbewerber Cohen & Steers hat zudem die Anlageklassen seit 1994 miteinander verglichen und kommt zum Schluss: «Aktien haben das bessere Risiko-Rendite-Profil.»

Eine Erklärung, warum Rohstoffe als Anlage schlecht abschneiden, ist der Rollverlust. Dieser ereilt Investoren, die längerfristig auf steigende Kurse setzen und deshalb kurzlaufende Futures immer wieder erneuern müssen – sie sogenannt rollen. Sie bezahlen für den Kontrakt, der im April verfällt, oft mehr, als sie für den März-Future bekommen. Der Vermögensverwalter RS Investments wollte es genau wissen und hat den Rolleeffekt über die letzten vier Dekaden berechnet: In den Siebziger war von Rollverlusten noch keine Rede. Im Gegenteil: Im Durchschnitt gewann der Investor mit dem Rollen 4,6%. Bis in die Nullerjahre hat sich die Lage aber komplett geändert. Der Anleger erlitt plötzlich einen Rollverlust von durchschnittlich 8% (vgl. Grafik oben).

Warum hat sich der Rollgewinn in einen Verlust verwandelt? Das hat mehrere Ursachen. Zum einen sind die Commodities wohl zum Opfer ihrer eigenen Erfolge geworden. Je mehr Anleger auf steigende Rohstoffpreise wetten, desto stärker steigt die Nachfrage nach kurzlaufenden Futures und damit deren Preis. Es macht einen Unterschied, ob 10 Mrd. \$ gerollt werden, oder 257 Mrd.

RS Investments verweist zudem auf fundamentale Veränderungen am Rohstoffmarkt. Heute könne die Fördermenge nicht mehr so einfach gesteigert werden wie früher. Gleichzeitig sei die

Nachfrage nach Rohstoffen gestiegen. Deshalb sei es vernünftig, wenn die Futures-Kurven steigende Preise antizipierten. Die Analysten von RS Investments rechnen nicht damit, dass die Investoren in naher Zukunft wieder mit Rollgewinnen rechnen dürfen.

Die wichtigste Schlacht – jene um die Performance – haben die Rohstoffe also verloren. Aber es gibt doch sonst gute Argumente für diese Anlageklasse? Rohstoffinvestoren verweisen etwa darauf, Commodities seien der bessere Inflationsschutz. Dem stimmen die Analysten von Cohen & Steers zu. In Zeiten hoher Teuerung überflügeln Commodities die Anteilscheine. Das bestätigen die Berechnungen von Parametric. Sie zeigen, dass Rohstoffpreise stärker mit der Inflationsrate korrelieren als Aktienkurse.

Das Hauptargument der Commodities-Anleger, warum Rohstoffe unbedingt in jedes Portfolio gehören, ist die Diversifikation. Rohstoffe würden kaum mit Ak-

tien korrelieren und seien deshalb besonders geeignet, um das Risiko zu streuen. Früher war das so. Die Grafik unten zeigt allerdings, dass die Korrelation in den letzten Jahren markant zugenommen hat. Dafür gibt es verschiedene Gründe.

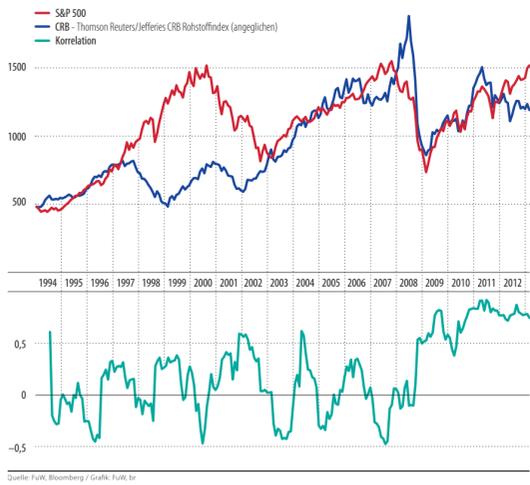
Geert Rouwenhorst – der US-Wirtschaftsprofessor wird oft als Vater der Rohstoff-Indexfonds bezeichnet – sieht die Erklärung in der veränderten Wahrnehmung der Anleger gegenüber Rohstoffen. Heute betrachten die Investoren Commodities vor allem als Wertanlage. Und die Anleger hätten die Angewohnheit, alles über einen Leisten zu schlagen. Deshalb ist es nicht erstaunlich, wenn Commodities auf allgemeine Marktrisiken ähnlich wie Aktien reagieren.

## Absicherung wirkt nicht

Auch fundamental hat sich der Rohstoffmarkt verändert. RS Investments erklärt, dass früher die Rohstoffpreise vor allem nach Angebotschocks gestiegen seien. Das habe die Wirtschaft und damit die Börse belastet. Commodities und Aktien haben sich somit in unterschiedliche Richtungen bewegt. Heute, so die Analysten, seien steigende Rohstoffpreise ein Zeichen konjunktureller Stärke. In diesem Umfeld sind auch Aktien gefragt.

Ob die hohe Korrelation ein vorübergehendes Phänomen ist oder einen neuen Normalzustand beschreibt, ist umstritten. So oder so belegen verschiedene Studien, dass sich Aktien und Rohstoffe auch in der Vergangenheit jeweils in wirtschaftlichen Krisenzeiten im Gleichschritt bewegt haben. Genau dann also, wenn der Anleger besonders darauf angewiesen wäre, nicht alle Eier in einem Korb zu haben.

## Aktien und Commodities seit 2009 im Gleichschritt



Quelle: FuW, Bloomberg / Grafik: FuW, sv

# Vor allem Aktien von Low-Cost-Produzenten laufen gut

Das Beispiel Gold belegt, dass Rohstoffaktien nicht immer besser sind als der Rohstoff selbst (vgl. Text oben). Während der Goldpreis in den letzten fünf Jahren 60% avanciert ist, haben die Kurse grosser Goldschürfer wie Barrick Gold und Goldcorp an Boden verloren. Analysten machen dafür die hohen Förderkosten der Unternehmen verantwortlich. Der Vermögensverwalter RS Investments verweist deshalb in seiner Studie darauf, dass sich «Aktien von Produzenten mit günstigen Kosten besonders gut entwickeln». FuW hat drei solche Unternehmen herausgepickt.

So kam der Aktionär 2012 in den Genuss einer Rendite von 3,6%. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) für 2013 von 12 sind die Aktien zurecht leicht teurer als die anderen Minengesellschaften.

## Low-Cost-Produzenten



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Fresnillo: Der mexikanische Gold- und Silberschürfer steht wie die ganze Industrie unter Kostendruck. Er scheint das allerdings besser zu managen als viele Konkurrenten. Analysten erwarten, dass er seine **Marge in den nächsten Jahren wird ausbauen können**. Sie rechnen auch damit, dass er die **Dividendenrendite steigern** wird; aktuell liegt sie bei 2,5%. Mit Blick auf die äusserst gesunde Bilanz liegt das durchaus im Bereich des Möglichen. Die in London kotierten Aktien sind mit einem KGV für 2013 von 22 allerdings bereits teuer.

PanAust: Gemessen an der Marktkapitalisierung ist der australische Kupfer- und Goldmineur der Zwerg im Trio. Gemessen am erwarteten Wachstum gehört der in Südostasien aktive Schürfer allerdings zu den grössten. «PanAust bietet eine attraktive **Mischung aus Wachstum und tiefen Kosten**», schwärmen etwa die Analysten von J.P. Morgan. Das KGV für 2013 von knapp 10 spiegelt die glänzenden Aussichten noch nicht. **STM**