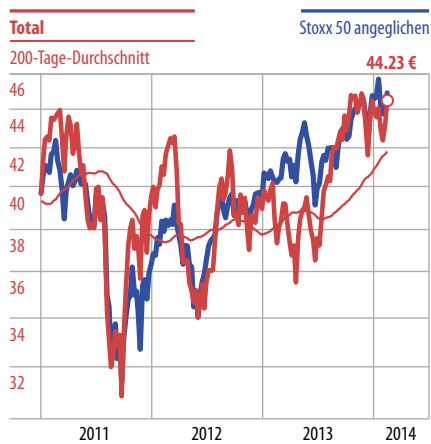


Total darf optimistisch nach vorne blicken

FRANKREICH Kräftige Investitionen lassen die Öl- und Gasproduktion wieder steigen. Und der Fokus auf Kapitaleffizienz dürfte die Profitabilität verbessern.

Total



Aktienkennzeichen	2011	2012	2013	2014
Hoch	44.41	42.70	45.27	44.44 ¹
Tief	30.38	33.63	35.25	41.64 ¹
Schlusskurs	39.50	39.01	44.53	44.23 ¹
Cashflow	8.69	9.96	9.45	10.09 ¹
Gewinn	5.46	4.74	3.73	4.92 ¹
Dividende	2.28	2.34	2.38	2.44 ¹
Performance in %	-2,7	-2,5	+11,4	-0,7 ¹

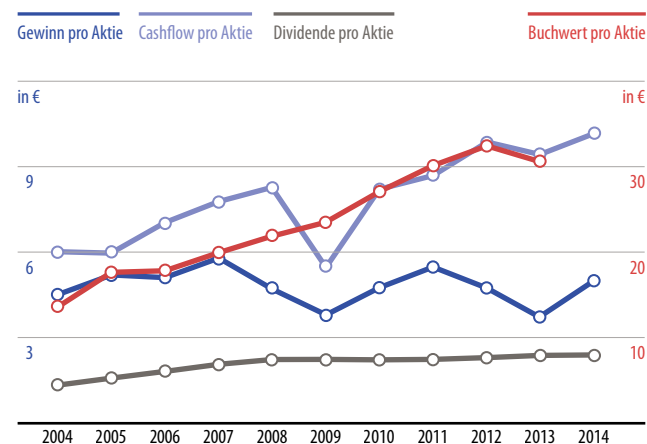
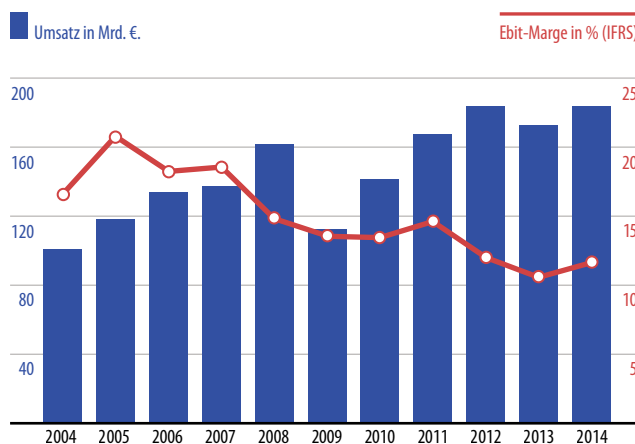
Börse	Euronext Paris
Kategorie	Common
Valor	524773
Börsenkürzel	FP FP

Aktienkapital eingeteilt in	9,944 Mrd. €
	2,278 Mrd. Stück

Bedeutende Aktionäre	Amundi (7,6%), Total (4,6%)
	Groupe Bruxelles Lambert (3,6%), Qatar Holdings (2%), Norges Bank (2%)

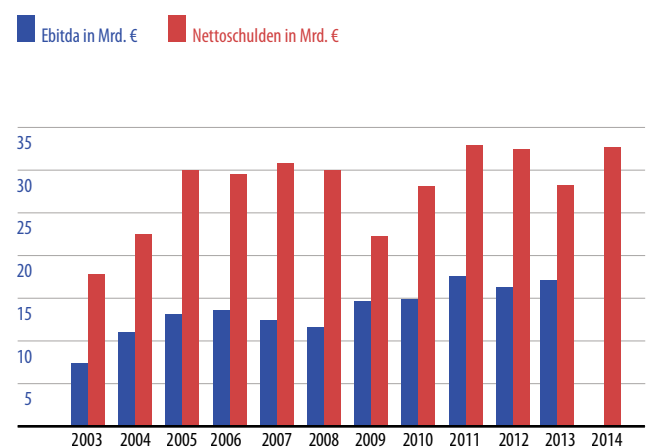
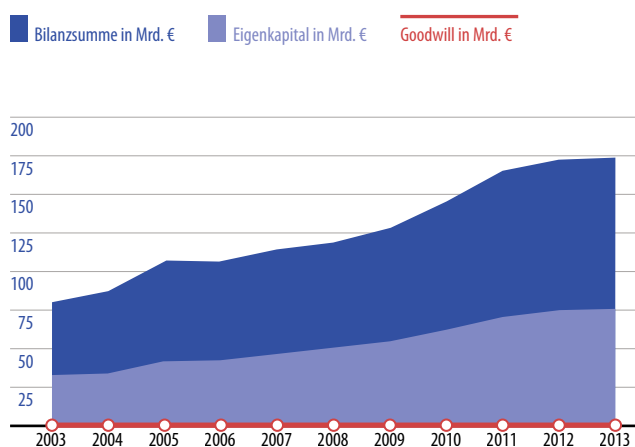
+/- Erfolgsrechnung

Der Umsatz von Total hat zwei Wachstumsphasen hinter sich: Er stieg bis 2008, sackte dann in der Wirtschaftskrise ab, um sich danach wieder zu erholen. Seit 2012 stagniert der Umsatz – Zeichen eines mehr oder weniger stabilen Ölpreises sowie einer nur noch wenig steigenden Fördermenge. Die Krise ist auch dem Cashflow und dem Gewinn pro Aktie anzusehen. Die Ebit-Marge sinkt seit Jahren. Grund sind stetig steigende Kosten in Exploration und Produktion sowie unter Druck stehender Ertrag im Raffineriegeschäft.

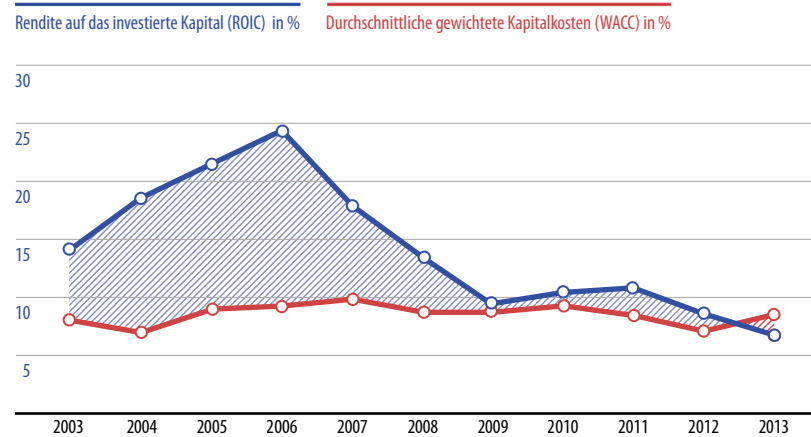


Bilanz

Die Bilanzsumme von Total ist stetig gestiegen. Mit ihr nahm auch das Eigenkapital zu, obwohl nicht ganz im gleichen Mass, was eine leicht erhöhte Fremdfinanzierung anzeigt. Der Goodwill ist praktisch vernachlässigbar. Der Ebitda bewegt sich mit Unterbrüchen seit Jahren auf ungefähr gleicher Höhe – ein Zeichen sinkender Profitabilität. Die Nettoschulden sind in der Krise gesunken, vor und nachher aber gestiegen. 2013 erreichten sie fast wieder das Höchst von 2011. Das Gearing betrug zuletzt unproblematische 23%.



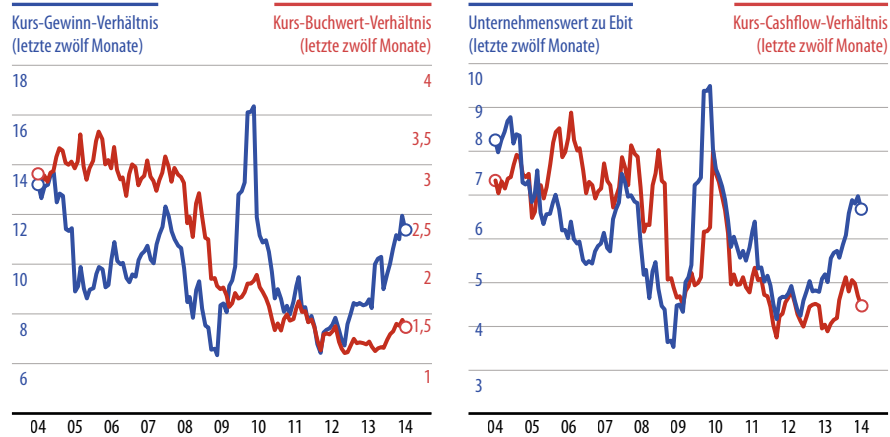
Rentabilität



Die Rendite auf das investierte Kapital ist bei Total seit dem Hoch von 2006 rückläufig. 2013 wurden nicht einmal mehr die gewichteten Kapitalkosten erwirtschaftet. Der Multi will deshalb in Zukunft wieder verstärkt auf Kapitaleffizienz achten. Nach einer Phase steigender Investitionen fährt der Konzern diese nun zurück und konzentriert sich auf Grossprojekte, bei denen er die Kontrollmehrheit hat. Zudem hat Total ein Deinvestitionsprogramm laufen, bei dem wenig profitable Aktiva abgestossen werden.

Schätzungen: ●○○○ ●○○○ ●○○○ ●○○○ ●○○○

Bewertung



Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) und Unternehmenswert zu Ebit zeigen nach der Wirtschaftskrise von 2008/09 aufgrund gedrückter Gewinne einen Ausreisser nach oben. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis weist dagegen einen konstanten Abwärtstrend auf, der durch die rückläufigen Renditen auf das investierte Kapital zumindest teilweise gerechtfertigt ist. Zurzeit erholt sich das KGV wieder und weist für 2014 den Wert 9 auf. Damit sind die Total-Aktien im Branchenvergleich eher tief bewertet und haben noch Potenzial nach oben.

Quelle: <http://www.fuw.ch/aktienfuhrer>, Bloomberg, Thomson Reuters, Unternehmen / Grafik: FuW, rm

MARTIN GOLLMER UND HUBERT HUBMANN

Mit dem vergangene Woche vorgelegten Resultat für das vierte Quartal 2013 hat Total enttäuscht. Wegen sinkender Margen im Raffineriegeschäft und eines stagnierenden Ölpreises wies der französische Öl- und Gasmulti einen um über ein Fünftel tieferen bereinigten Gewinn aus. Doch damit liegt Total im Branchentrend – auch die Konkurrenten brillierten nicht (vgl. fuw.ch/190214-2).

Trotzdem kündigte Total eine Erhöhung der Dividende an. Das ist ein Zeichen des Vertrauens in die Zukunft. Dank kräftiger Investitionen in den vergangenen Jahren dürfte die Produktion mittelfristig wieder steigen. Zudem lässt ein verstärkter Fokus auf Kapitaleffizienz erwarten, dass Rentabilität und Profitabilität sich verbessern werden.

Unter den Grössten

Total gehört zu den weltweit grössten Öl- und Gasunternehmen («Supermajors», vgl. Tabelle). Der Konzern ist mit über 97 000 Angestellten in rund 130 Ländern aktiv. Das Unternehmen wurde 1924 als Compagnie Française des Pétroles (CFP) gegründet und zuerst 1985 in Total-CFP sowie 1991 in Total umbenannt. 1999 folgte die Fusion mit Petrofina und 2000 die mit Elf Aquitaine. Total ist in drei Geschäftssparten gegliedert: Exploration & Produktion (Upstream) und die beiden Downstream-Einheiten Raffinerie &

Chemikalien sowie Marketing & Dienstleistungen (vgl. Grafik 1). Ende 2013 verfügte der Konzern über geprüfte Öl- und Gasreserven von 11,5 Mrd. Fass Öl-äquivalenten. Im Jahr 2013 förderte Total durchschnittlich 2,3 Mio. Fass Öl-äquivalente pro Tag, die breit verteilt aus Europa, Afrika, dem Nahen Osten, der Ex-Sowjetunion, dem asiatisch-pazifi-

schen Raum sowie Nord- und Südamerika stammen (vgl. Grafik 2). Der Konzern ist zudem mit neun Anlagen im Wachstumsbereich Flüssiggas (Liquefied Natural Gas, LNG) vertreten. LNG macht bereits 20% der gesamten Öl- und Gasproduktion aus. Als einer der global grössten Raffineure besitzt Total zwanzig Anlagen mit Verarbeitungskapazitäten von insgesamt

1,7 Mio. Fass Öläquivalenten pro Tag und betreibt weltweit 14 725 Tankstellen.

Auch wenn die jüngsten Zahlen etwas anderes vermuten lassen, kann Total optimistisch in die Zukunft schauen. Der Ende 2013 in der Branche erstmalig eingeschlagene Weg, stärker auf Kapitaleffizienz zu achten, dürfte in den nächsten Jahren Früchte tragen. Dieser Schritt war auch dringend notwendig. Im vergangenen Jahr wurden nicht einmal mehr die durchschnittlich gewichteten Kapitalkosten verdient (vgl. Box Rentabilität oben). Bereits sind Massnahmen zur Dämpfung der Kosteninflation angelaufen, und die zuletzt stark gestiegenen Investitionen sollen ab 2014 wieder zurückgefahren werden.

Der Multi baut künftig noch stärker auf das rentable Upstream-Geschäft und hat in den vergangenen Jahren ein grosses Investitionsprogramm gestartet. Mit rund 25 Mrd.€ wurde 2013 der Höhepunkt erreicht. Dabei konzentrierten sich die Franzosen auf grosse und selbst bewirtschaftete Projekte. Anfang Dezember gab der Konzern in diesem Zusammenhang den Kauf eines 61%-Anteils an Gasfeldern in Papua-Neuguinea bekannt.

Von kleineren Bohraktivitäten wie vor der Küste Angolas oder im Kongo hat man sich dagegen zurückgezogen. Nach Jahren der Stagnation wollen die Franzosen mit der Konzentration auf Grossprojekte die Produktion bis 2017 von 2,3 auf durchschnittlich 3 Mio. Fass Öläquivalente pro Tag steigern – ein machbares, wenn auch ambitioniertes Ziel. Denn die Erschliessung neuer Quellen ist immer auch mit Risiken verbunden. Besonders die Beteili-

gung am Mega-Ölfeld Kasaghan im Kaspischen Meer bereitet dem Konzern Sorgen. Die Förderung startete zwar im September, musste aber wegen technischer Probleme wieder unterbrochen werden. Weiters verursachte ein Schiefgasprojekt in den USA Abschreibungen in der Höhe von 500 Mio.\$. Positiv stimmt, dass 95% aller Projekte, auf denen die Produktionsziele bis 2017 beruhen, sich bereits in Produktion oder in Entwicklung befinden.

Noch mehr Devestitionen

Parallel dazu setzt Total den Verkauf von wenig rentablen Geschäftsbereichen fort. Betroffen ist vor allem der margenschwache Raffineriebereich. Seit 2010 lösten die Franzosen auf diese Weise rund 13 Mrd.€. Das Devestitionsprogramm soll bis 2015 auf 25 Mrd.€ ausgeweitet werden. Erst am Montag kündigte Total den Teilausstieg bei Gaz Transport & Technigaz, einem Zulieferer für Flüssiggastanks, an.

Durch dieses Massnahmenpaket sollte der Konzern bis 2015 in der Lage sein, die attraktive Dividende (vgl. Tabelle) vollständig aus dem freien Cashflow zu finanzieren. Das schafft auch genügend Raum für ein weiteres Dividendenwachstum.

Die Aktien von Total haben in den vergangenen zwölf Monaten 18% zugelegt – deutlich mehr als die der wichtigsten Konkurrenten. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis für 2014 von 9 ist aber immer noch vergleichsweise tief und lässt weiteres Kurspotenzial erwarten. Risiken wie die unsichere Entwicklung des Ölpreises dürfen aber nicht ausser Acht gelassen werden.

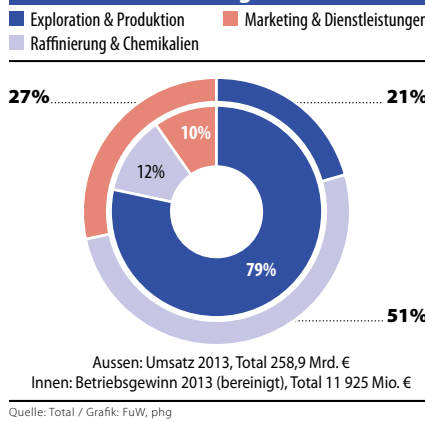
Öl- und Gasmultis im Vergleich

Region	Kurs Perf. 1 Jahr		Marktkap.		Umsatz in Mrd.			Gewinn/Verlust pro Aktie			KGV	Div.-Rend.
	am 17.2.	in %	in Mrd.	2013	2014 ^a	2015 ^a	2013	2014 ^a	2015 ^a	2014		
Nordamerika												
ExxonMobil (\$)	94.11	+5,4	411,1	395,3	427,3	425,6	7,37	7,53	7,65	12	2,8	
Chevron (\$)	113.48	-2,1	218,2	211,7	230,4	231,2	11,09	11,06	11,24	10	3,7	
Europa												
Royal Dutch Shell (€)	25.96	+6,0	169,8	339,8	326,0	326,7	1,96	2,52	2,65	10	5,2	
Total (€)	44.23	+18,1	105,2	171,7	176,5	174,5	3,73	4,96	5,15	9	5,5	
Eni (€)	17.22	-2,4	62,6	115,0	113,9	114,0	1,43	1,50	1,68	12	6,5	
BP (£)	4.91	+10,3	90,7	242,5	201,1	201,3	0,79	0,47	0,51	10	4,9	
Statoil (nKr.)	158.60	+10,4	505,7	619,4	646,8	662,1	12,54	15,17	15,84	11	4,9	

1 \$=0.89 Fr. 1 €=1.22 Fr. 1 £=1.49 Fr. 1 nKr.=0.15 Fr. ^aSchätzung

Quelle: Bloomberg

Umsatz und Betriebsgewinn 2013



Regionale Öl- und Gasförderung

